COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER TÉCNICO Nº 69/2025-CVM/SEP/GEA-4

Assunto: Pedidos de interrupção e adiamento de assembleia geral extraordinária - BRF S.A. - Processos CVM 19957.006603/2025-19 e 19957.006664/2025-78

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de análise dos pedidos de interrupção e adiamento da Assembleia Geral Extraordinária de BRF S.A. ("BRF" ou "Companhia") convocada para 18.06.25.

I - HISTÓRICO

2. Em 02.06.25, foi protocolizado por acionista detentor de 0,11% de ações da BRF, Sr. [redacted]"), pedido para que a CVM (i) determinasse a interrupção do prazo de realização da Assembleia Geral Extraordinária da BRF, convocada para o dia 18.06.25, nos termos do art. 124, §5º, inciso II , da Lei nº 6.404/1976; (ii) adotasse providências cabíveis para assegurar a observância (a) das regras aplicáveis aos acionistas controladores da BRF; (b) dos deveres fiduciários dos administradores da Companhia; (c) da independência dos Comitês Especiais; e (d) da proteção dos direitos dos acionistas minoritários da BRF (2345903).

3. No pedido, [redacted] alega resumidamente que:

a) "No caso da operação, consta-se que o Sr. [redacted], membro do Comitê Especial da BRF, atuou por 8 (oito) anos no Conselho Fiscal da Marfrig, tendo sido eleito diretamente pelo acionista controlador da Marfrig. Ressalte-se que é a Marfrig a acionista controladora da BRF e entidade incorporadora da Companhia no contexto da Operação. Esse fato consubstancia, de forma inequívoca, um vínculo relevante e duradouro com a companhia incorporadora da BRF. Tal fato representa uma violação direta ao requisito de independência previsto nas normas aplicáveis;

b) Além disso, o Sr. [redacted] membro do Comitê Especial da Marfrig, é membro do conselho de administração da própria Marfrig e de outra sociedade do grupo, o que também fere a exigência de efetiva independência;

c) Tais fatos ao que tudo indica comprometem a legitimidade, credibilidade e regularidade dos processos de avaliação e negociação conduzidos pelos referidos Comitês Especiais, os quais deveriam ter atuado de forma independente, autônoma e desinteressada, e não em defesa dos interesses do acionista controlador incorporador;

d) No âmbito do Conselho de Administração da Marfrig, a deliberação sobre a aprovação da Operação contou com a participação de [redacted] e [redacted] acionistas controladores da Marfrig. Trata-se de circunstância que pode configurar, em tese, violação ao art. 156 da Lei nº 6.404/1976;

e) No contexto da Assembleia Geral Extraordinária da BRF, a preocupação se agrava na medida em que o voto da controladora Marfrig poderá ser utilizado para impor a aprovação da Operação, em potencial violação ao art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976;

f) A estruturação da Operação estabelece que o pagamento de dividendos estará condicionado à sua aprovação, sendo que somente os acionistas que não exercerem o direito de recesso terão direito a recebê -los;

g) Ainda que, sob certo prisma técnico, seja possível discutir os impactos do recesso sobre o montante disponível para dividendos, a forma como a cláusula foi estruturada sugere fortes indícios de abuso de poder de controle. A regra cria um incentivo econômico dotado de possível artificialidade para dissuadir o exercício de um direito legal dos acionistas (direito de retirada), em violação aos princípios da boa-fé objetiva e da proteção do interesse coletivo dos acionistas minoritários;

h) O adequado entendimento dos critérios adotados para a fixação da Relação de Substituição estabelecida na Operação é absolutamente essencial para que os acionistas minoritários possam exercer de forma informada o seu direito de voto;

i) Apesar dessa relevância, os documentos disponibilizados não oferecem informações suficientes que permitam compreender, de forma clara e completa, como foi construída a Relação de Substituição. A necessidade de esclarecimentos se torna ainda mais evidente quando se observa que, na data de divulgação da Operação, a BRF apresentava um valor de mercado superior ao da Marfrig, circunstância que, à primeira vista, não se reflete de maneira proporcional na Relação de

Substituição;

j) O Protocolo e Justificação estabelece, ainda, a distribuição extraordinária de dividendos mencionada no item Estruturação Abusiva em Relação aos Dividendos (itens f e g). Além de a estrutura ter o condão de dissuadir os acionistas minoritários do exercício de seu direito de retirada, ela afetará diretamente os valores atribuídos às companhias na Relação de Substituição;

k) Não há nos documentos divulgados qualquer detalhamento que permita compreender (i) quais foram os critérios adotados para definir o montante dessas distribuições; (ii) por qual razão o valor atribuído à distribuição da BRF é significativamente superior ao da Marfrig; e (iii) de que forma esse ajuste impactou, em termos concretos, a Relação de Substituição, especialmente no que se refere à proteção dos interesses dos acionistas minoritários da BRF;

l) Essa falta de transparência torna-se ainda mais sensível quando se observa a evidente discrepância entre a Relação de Substituição proposta no Protocolo e Justificação e aquela que resultaria da aplicação dos critérios previstos no art. 264 da Lei nº 6.404/1976, que exige a avaliação dos patrimônios líquidos das companhias a preços de mercado;

m) Outro aspecto que suscita preocupação diz respeito ao critério temporal adotado para a avaliação econômica da BRF. No laudo elaborado, foi escolhido o período de 90 dias como base para apuração do preço médio das ações da Companhia, sob a justificativa de que "a metodologia abrange o período mais próximo da data de assinatura do relatório, oferecendo uma amostra suficientemente ampla e representativa, o que contribui para diluir eventuais distorções pontuais de preço e volume";

n) Contudo, dentre os três períodos analisados pela própria consultoria que elaborou o laudo ou seja, a cotação média ponderada das ações em bolsa durante os 30 dias, 90 dias ou 12 meses imediatamente anteriores ao último dia útil antes da emissão do laudo, foi selecionado justamente aquele que refletia o menor valor para a BRF;

o) Como resultado, o valor atribuído ao preço base às ações da BRF foi fixado em R$ 23,32 e, para efeito da mesma relação de troca, o valor atribuído ao preço base às ações da Marfrig foi de R$ 27,73;

p) Chama atenção, ainda, que a evolução dos preços das ações da Marfrig, no mesmo período de 90 dias, apresenta um comportamento completamente distinto. Enquanto as ações da BRF passaram por uma trajetória de queda, os papéis da Marfrig registraram significativa valorização, passando de R$ 13,79 em 21.02.2025 para R$ 19,80 em 14.05.2025, data imediatamente anterior à emissão do laudo de avaliação da BRF. Apesar disso, para fins de cálculo da Relação de Substituição, o preço da ação da Marfrig foi fixado em patamar muito superior, de R$ 27,73, valor que não reflete adequadamente a média histórica e muito menos os fundamentos econômicos comparáveis;

q) Veja-se com mais detalhes os preços base por ação de emissão de cada companhia considerados para a Relação de Substituição: para a BRF, R$ 23,32 - um prêmio de 13% em relação ao fechamento do dia anterior, mas exatamente o mesmo valor que ação atingiu três semanas antes; já para a Marfrig, R$ 27,73 - um prêmio de 34% em relação ao fechamento do dia anterior e ainda exorbitantes 21% acima da sua máxima histórica em 27 de abril deste ano. Uma relação de troca minimamente mais justa, baseada em médias históricas de negociação de ambas as ações, seja em intervalos de 90 dias ou 200 dias, por exemplo - e desconsiderando fatores subjetivos como momento atual das companhias, ativos intangíveis (e.g. marcas), geração de caixa, alavancagem, múltiplos históricos de avaliação, todos certamente mais favoráveis ainda à BRF apontaria para um range de 1,34 a 1,83 ação da Marfrig para cada ação da BRF. Assim, ao propor apenas 0,8521 para a relação de substituição, a Marfrig impõe uma troca que entrega aos acionistas da BRF um valor substancialmente menor fair market value da Companhia;

r) Diante desse cenário, fica evidente que, enquanto o critério adotado para a BRF resultou na consideração de um ponto de baixa em sua curva de preço, a valorização recente das ações da Marfrig foi não só incorporada de maneira plena e vantajosa na formação da Relação de Substituição, como também foi supervalorizada, na medida em que o preço base escolhido é 21% acima da sua máxima histórica em 27 de abril deste ano. Essa assimetria metodológica é particularmente preocupante, sobretudo considerando que o objetivo declarado da utilização de médias móveis seria justamente neutralizar distorções pontuais o que, na prática, não se verificou".

4. Em 02.06.25, foi protocolizado por acionista da BRF, Nova Almeida Fundo de Investimento Multimercado ("Nova Almeida FIM"), pedido para que a CVM (i) delibere pelo adiamento da AGE por 30 dias em razão da insuficiência da documentação apresentada, (ii) cumulativamente, conceda a interrupção do curso do prazo de convocação da AGE pelo prazo máximo legal de 15 dias, para a apuração, por esta Comissão, "das ilegalidades apontadas na formulação da ordem do dia e dos vícios relacionados ao descumprimento do PO 35, à ausência de independência dos membros de comitês alegadamente independentes, à participação dos controladores nas deliberações do Conselho de Administração das Companhias, à imposição de condição ilegal para pagar dividendos para afetar o resultado da AGE e à ilegalidade da Relação de Substituição" (2346479).

5. No pedido do Nova Almeida FIM, alegou-se que:

a) "a Operação afetará diretamente os direitos e interesses dos acionistas minoritários da BRF. Os elementos a seguir demonstram: (i) a irregularidade das informações fornecidas ao mercado até o momento para a realização da AGE, que prejudicam a tomada de decisão informada pelos acionistas (art. 124, §5º, I); e (ii) a existência de ilegalidades na formulação da ordem do dia da AGE

(art. 124, §5º, II), que eivam de vícios quaisquer deliberações acerca da Operação nos moldes propostos, sobretudo os itens (i) e (ii) da ordem do dia;

b) Independentemente do conceito de acionista controlador que se adote – se Marfrig (controlador direto da BRF), ou ainda, [redacted] e [redacted] (controladores diretos da Marfrig e indiretos da BRF) – fato é que o controlador teve acesso ao documento apresentado pelo Banco J.P. Morgan S.A. ("JP Morgan") que não foi apresentado pela BRF, nem pela Marfrig;

c) No presente caso, consta de diversas atas do Comitê Especial da Marfrig que o JP Morgan, seu assessor financeiro externo, apresentou documentos com propostas e análises durante o curso da negociação da operação. No entanto, nenhum desses documentos foi disponibilizado ao mercado ou aos demais acionistas até o momento;

d) A despeito da atualização da proposta, o aditamento não trouxe qualquer esclarecimento sobre a existência ou não de fairness opinion do assessor financeiro externo da Marfrig, tampouco anexou tal documento, mesmo diante da reiterada menção ao trabalho do JP Morgan nas discussões das Companhias;

e) Cita-se, como exemplo, trecho da Ata da 1ª Reunião Conjunta dos Comitês Especiais Independentes, realizada em 02.05.2025 (doc. 5): "[O] JP Morgan informou que enviaria para o Assessor Financeiro da BRF todo o material utilizado para formulação das projeções, para que possam ser feitas as devidas análises e simulações de cálculo. O JP Morgan também se colocou à disposição para dirimir quaisquer dúvidas que venham a surgir nessas análises. Ao longo da exposição, foram feitos diversos questionamentos e pedidos de informações e esclarecimentos adicionais por parte dos integrantes do Comitê Independente BRF e de seu Assessor Financeiro a respeito das projeções e do racional adotados para a formulação da Proposta."

f) Nesse contexto, embora a fairness opinion não seja mencionada de forma expressa, ela deve ser compreendida como uma das "outras informações relevantes" mencionadas no item 10 do referido Anexo, sobretudo quando efetivamente utilizada no processo decisório dos administradores ou do comitê independente. Não se olvida que o documento foi elaborado para um órgão da Marfrig decidir, mas é inequívoco que, em operações de troca de ações, todas e quaisquer avaliações das duas companhias envolvidas são essenciais para a tomada de decisão;

g) Ainda que o art. 124, §1º, II da LSA trate apenas do prazo mínimo de convocação, a CVM tem consolidado o entendimento de todos os documentos essenciais devem ser disponibilizados dentro desse mesmo prazo. A divulgação tardia ou incompleta, portanto, compromete a regularidade da convocação. Ou seja, ainda que as Companhias apresentem neste momento a documentação elaborada pelo JP Morgan, não há tempo hábil para que ela seja analisada pelos acionistas até a data de realização da assembleia;

h) De acordo com item ii do PO 35, o início das negociações em operações entre partes relacionadas deve ser imediatamente comunicado ao mercado, por meio de fato relevante, salvo se o interesse social recomendar sigilo. No entanto, embora os Conselhos de Administração de ambas as Companhias tenham deliberado pela constituição de comitês especiais em 24 e 25.04.2025, o anúncio oficial da Operação foi feito apenas em 15.05.2025, com a divulgação do Primeiro Fato Relevante, sem qualquer justificativa quanto à necessidade de sigilo. Considerando todo o contexto da Operação, fica evidente a existência de indícios relevantes de manipulação informacional.

i) a legalidade dos itens incluídos na ordem do dia da AGE, principalmente dos itens (i) e (ii), encontra-se comprometida por quatro vícios centrais: (A) a ausência de independência dos membros dos Comitês ditos independentes; (B) a atuação indevida de administradores em situação de conflito de interesses; (C) o condicionamento do recebimento de dividendos ao não exercício do direito de retirada; e (D) a ilegalidade da Relação de Substituição em prejuízo aos minoritários da BRF;

j) Apesar de as Companhias terem divulgado que todos os membros dos seus Comitês eram independentes, há dois membros com significativas relações comerciais com o controlador que violam os requisitos de independência previstos no art. 6º, §2º, III, do Anexo K da Resolução 80 e art. 16, §2º, III, do Regulamento do Novo Mercado;

k) Primeiramente, a participação prévia e prolongada de [redacted] (membro do Comitê Independente da BRF) no Conselho Fiscal da Marfrig compromete a autonomia decisória, ainda que o vínculo formal já tenha sido encerrado. O Sr. [redacted] atuou por oito anos seguidos (entre 2014 e 2022) como conselheiro fiscal da Marfrig, tendo sido, em todas as oportunidades, indicado e eleito diretamente pelos controladores da Marfrig (doc. 6);

l) Para além disso, [redacted] (membro do Comitê da Marfrig) é sócio do Sr. [redacted] - controlador da Marfrig e controlador indireto da BRF - em duas sociedades há mais de uma década. O Sr. [redacted] por meio da sua holding patrimonial AMN Participações Ltda. (doc. 7), e o Sr. [redacted] são sócios em duas empresas: a Biotick Pesquisa e Desenvolvimento Tecnológico S.A., inscrita no CNPJ sob nº 12.700.970/0001-89, ("Biotick") e a Imunotick Pesquisa e Desenvolvimento Tecnológico, inscrita no CNPJ sob nº 41.790.845/0001-05 ("Imunotick");

m) A relação de sociedade entre o Sr. [redacted] e o Sr. [redacted] existe, ao menos, desde 2013, quando a Biotick ainda era uma sociedade limitada (doc. 8). Posteriormente, em 2019, a Biotick

foi transformada em uma sociedade anônima. Desde então, ambos permanecem acionistas da companhia, cumulando também cargos em sua administração (docs. 9 e 10). De forma semelhante, na Imunotick, a relação societária se iniciou no momento da sua constituição, em fevereiro de 2021 (doc. 11), e permanece até os dias atuais (doc. 12). São relações continuadas e perenes;

n) Conforme dispõe o PO 35, a Operação deve ser "condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito". No entanto, a vedação ao voto do controlador sequer foi observada no âmbito do Conselho de Administração das Companhias, considerando que [redacted] e [redacted] participaram das deliberações sobre a Operação, o que configura clara violação ao art. 156 da LSA, diante do conflito de interesses existente;

o) Em relação à BRF, participaram das reuniões realizadas em: (i) 25.04.2025, na qual se iniciaram as tratativas para a combinação dos negócios das Companhias e se deliberou criar Comitê Independente (doc. 13); (ii) 15.05.2025, na qual se aprovou (ii.a) a Operação e os instrumentos para a sua formalização, (ii.b) o Protocolo e Justificação da Operação, e (ii.c) a submissão da Operação à assembleia geral de acionistas da BRF (doc. 14), e (iv) 26.05.2025, na qual foi aprovada a celebração de aditamento ao Protocolo e Justificação da Operação (doc. 15).

p) Paralelamente, na Marfrig, o Sr. [redacted] e a Sra. [redacted] também participaram de todas as reuniões do Conselho de Administração que discutiu e deliberou sobre os termos da Operação, a saber as reuniões de: (i) 15.05.2025, na qual o Conselho aprovou os termos e condição da Operação, a contratação dos avaliadores e a submissão da Operação à assembleia geral de acionistas da Marfrig (doc. 16); e (ii) 26.05.2025, na qual foi aprovada a celebração de aditamento ao Protocolo e Justificação da Operação (doc. 17).

q) Em adição às irregularidades já demonstradas, importa ainda destacar a flagrante ilegalidade na tentativa de condicionar o pagamento de dividendos ao não exercício do direito de retirada por parte dos acionistas dissidentes da BRF, conforme consta do item 4 do Primeiro Fato Relevante divulgado pelas Companhias;

r) Essa proposta, ainda que não conste formalmente da ordem do dia, apresenta-se como elemento essencial à Operação e, portanto, impacta diretamente a sua legalidade. O simples fato de as Companhias vincularem a distribuição de dividendos ao não exercício do direito de retirada vicia a liberdade de escolha dos acionistas dissidentes e viola frontalmente a Lei das S.A., configurando infração à isonomia entre acionistas da mesma classe prevista no art. 109, §1º, da LSA;

s) Nos termos do art. 202 da LSA, os dividendos devem ser distribuídos de forma equitativa entre os acionistas titulares de ações da mesma espécie e classe, na proporção de suas participações no capital social. A possibilidade de dividendos serem pagos apenas àqueles que não exercem direito legítimo de retirada não encontra qualquer amparo legal. Tal restrição representa, na prática, uma penalização indevida àqueles que se opõem à Operação — e que, em tese, possuem uma divergência legítima com uma operação voltada a atender os interesses do controlador;

t) Essa prática também compromete a autodeterminação dos acionistas. Ao vincular a percepção de dividendos ao não exercício de um direito legalmente assegurado, transfere-se um ônus indevido àqueles que buscam preservar seu patrimônio e discordam da avaliação feita pela administração. Trata-se de verdadeira coação econômica, cujo objetivo é desestimular o recesso e evitar a saída dos acionistas contrários à operação.;

u) Além disso, a conduta desnatura o próprio conceito de dividendo enquanto parcela do lucro atribuída aos acionistas, conforme deliberação regular dos órgãos sociais competentes. Se os dividendos decorrem de resultados auferidos pela companhia, ainda que no curso do exercício social, nada justifica o pagamento seletivo baseado em adesão ou não a determinada deliberação societária. Tal prática contamina a própria estrutura econômica da deliberação e revela um uso instrumental da política de dividendos como ferramenta de coerção e manipulação da decisão assemblear;

v) Ressalte-se que a decisão de exercer ou não o direito de retirada deve ser tomada livremente pelos acionistas, sem qualquer tipo de compensação ou penalidade financeira que distorça a análise racional e individual de cada investidor. Ao atrelar o pagamento de dividendos ao não exercício desse direito, subverte-se o modelo de proteção legal previsto para os dissidentes;

w) O abuso é ainda mais evidente quando se verifica que os dividendos propostos não correspondem a uma política ordinária de distribuição de lucros, mas sim a pagamentos extraordinários diretamente atrelados ao contexto da Operação. Tal artifício reforça o caráter compensatório e discriminatório da medida, violando os princípios de equidade, transparência e legalidade que regem o mercado de capitais;

x) A Relação de Substituição proposta é extremamente desfavorável aos acionistas minoritários da BRF;

y) O resultado obtido por meio do laudo de avaliação realizado com base na metodologia de fluxo de caixa descontado, amplamente aceita por esta autarquia deveria ter sido observado no caso concreto, com a finalidade de garantir proteção aos acionistas minoritários da BRF;

z) A ausência de independência entre BRF e Marfrig — evidenciada sobretudo pela relação de controle existente e a influência do controlador sobre os Comitês — faz com que a relação de troca proposta seja, em verdade, resultado de uma "autocontratação" (self-dealing transaction);

aa) Por consequência, qualquer afastamento da relação de troca pura, de acordo com os dados obtidos pela aplicação do art. 264 da LSA, deve ser precedida pela prestação de justificativas detalhadas pela administração, demonstrando-se, assim, a razão pela qual as negociações, se realizadas entre companhias independentes, teriam chegado ao mesmo fim;

ab) No caso concreto, afastou-se a relação de substituição com base no laudo de avaliação elaborado nos termos do art. 264, pelo fato de que "tal relação de substituição (2,26148341591578) seria mais vantajosa aos acionistas da BRF quando comparada à Relação de Substituição (0,8521)";

ac) Em termos claros, a prática de uma relação de troca pura favoreceria os acionistas da controlada, sociedade manifestamente mais valiosa, diluindo, assim, os acionistas da controladora. Entretanto, como é a controladora que decidirá se a incorporação ocorrerá, seus acionistas não podem sair "prejudicados" pela aplicação de um preço justo, que respeite os direitos dos acionistas minoritários da companhia controlada, e por isso aplicou-se um critério que, embora nunca fosse capaz de representar os termos negociais se independentes as partes fossem, representa, sim, os interesses dos acionistas da controladora. É isso que se extrai dos documentos apresentados;"

6. Instada a se manifestar no dia 03.06.25 por meio do Ofício nº 144/2025/CVM/SEP/GEA-4 (2345911 e 2346043) e do Ofício nº 145/2025/CVM/SEP/GEA-4 (2346615 e 2346789), a BRF encaminhou suas considerações em 05.06.25, com os seguintes principais argumentos:

a) "Dado o exíguo prazo necessário à rápida instrução deste tipo de procedimento e por questão de economia processual, mas também pelo fato de as correspondências conterem basicamente as mesmas alegações, consolidamos as nossas razões em uma só manifestação, de forma a permitir adequadas respostas para ambos os Ofícios;

b) Antes de adentrar no mérito do que consta das correspondências, esclarece-se que o Fundo sequer era acionista da Companhia quando da divulgação do fato relevante sobre a Operação e da convocação da Assembleia, ocorridos no dia 15.05.2025. É no mínimo peculiar que o Fundo tenha adquirido ações, em volume pouco relevante para um investidor institucional, em uma única aquisição no pregão do dia 23.05.2025, num total de R$ 1.013.166,00 conhecendo os termos de uma Operação fundamental para o futuro da Companhia para, em seguida, contra ela se insurgir, pairando, dessa forma, dúvidas sobre os reais interesses de tal Solicitante e se realmente visa ao interesse da BRF e do seu conjunto de acionistas;

c) Como amplamente divulgado, por meio da combinação dos negócios da Companhia e da Marfrig, a Operação possibilitará a consolidação dos negócios globais de alimentos de ambas as companhias, fortalecendo suas marcas, possibilitando aumentos de escala e diversificação das suas operações. A Operação permitirá a mitigação de riscos, além de criar condições para a captura de sinergias de receitas, operacionais e fiscais decorrentes da sua integração;

d) Como descrito na ata de reunião de 25.04.2025, em 24.04.2025 o Conselho de Administração da Companhia recebeu correspondência da Marfrig manifestando sua intenção de explorar a potencial Operação. A referida correspondência continha visão geral do racional e dos benefícios da Operação, sem, contudo, tratar das condições financeiras propostas. Aliás, vale pontuar que as Solicitantes não questionam o racional estratégico da Operação, mas apenas seus aspectos financeiros;

e) Após avaliar a proposta e confirmar o interesse da Companhia no engajamento com a Marfrig para discussão da Operação, o Conselho de Administração, considerando que a combinação envolveria incorporação de ações entre sociedades controladora e controlada, aprovou a criação do comitê especial independente da Companhia, nos moldes preconizados pelo Parecer de Orientação nº 35 ("Parecer"), para negociar as suas condições com a Marfrig. De outro lado, a Marfrig, embora não fosse necessário, também constituiu um comitê independente próprio;

f) O Sr. [redacted] conselheiro da Companhia que participou do seu Comitê, cumpre com os requisitos de independência previstos no Anexo K da Resolução CVM nº 80 e no Regulamento do Novo Mercado, não havendo razão para se questionar a sua nomeação para compor o Comitê;

g) O fato de ter atuado como membro do Conselho Fiscal da Marfrig não lhe retira a independência de acordo com os parâmetros fixados nas regras citadas, não havendo nelas qualquer referência à perda de independência pela ocupação de cargo de conselheiro fiscal. Ainda, o fato de ter sido eleito ao Conselho Fiscal da Marfrig, por proposta da sua administração, com o voto, dentre outros, dos acionistas controladores, tampouco importa na existência de um vínculo com estes; pelo contrário, presume-se que o conselheiro fiscal não tenha tal vínculo;

h) O Comitê da Marfrig foi composto por [redacted] (Coordenador), [redacted] e [redacted] Embora o Conselho de Administração da Marfrig tenha julgado que todos estes membros são independentes, nos termos das normas da CVM e da B3, vale dizer que ainda que o Sr. [redacted] não o fosse – como alegam os Solicitantes e o que se admite apenas para argumentar –, o Comitê da Marfrig seria composto por uma maioria de conselheiros independentes, em cumprimento às orientações do Parecer1 , cujas disposições, vale reiterar, sequer precisariam ser observadas no âmbito da Marfrig;

i) Fato é que tanto o Sr. [redacted] quanto o Sr. [redacted] aos quais os Solicitantes fazem referência em suas manifestações, foram eleitos como conselheiros independentes nas respectivas assembleias gerais das companhias e não se tem notícia de qualquer questionamento

sobre a sua independência até então. Não cabe, no curso do processo de análise de um pedido de interrupção/adiamento de Assembleia, que por sua natureza é mais restrito, colocar em dúvida a independência dos referidos conselheiros, como pretendem os Solicitantes. Caso assim queiram os Solicitantes, isso deverá ser feito em procedimento de investigação próprio, e tal apuração em nada influenciaria na independência dos Comitês, já que, em todo caso, continuariam sendo formados por uma maioria de conselheiros independentes;

j) No próprio dia 08.05.2025, em nova reunião conjunta dos Comitês, depois de debates e discussões entre os participantes, os Comitês chegaram a um acordo com relação à relação de substituição de 0,8521 ação ordinária da Marfrig para cada ação ordinária de emissão da Companhia, tendo levado em consideração a distribuição de dividendos e/ou juros sobre capital próprio no montante bruto de R$3,52 bilhões pela Companhia e R$2,5 bilhões pela Marfrig, em ambos os casos a ser deliberada até a data de fechamento da Operação. Frise-se, porque importante, que a relação de troca efetivamente negociada não se funda num único critério, mas em diversos critérios e fatores que, discutidos e sopesados de lado a lado, resultaram em um valor acordado entre os Comitês;

k) Finalmente, em 15.05.2025, o Comitê da Companhia reuniu-se para deliberar sobre a emissão de recomendação ao Conselho de Administração da BRF de aprovação da Operação. Na ocasião, o Citigroup apresentou ao Comitê seu Fairness Opinion, indicando que as condições negociadas para a Operação, concernentes à relação de substituição e ao pagamento dos proventos nos montantes acordados, são justas sob o ponto de vista financeiro;

l) Toda essa dinâmica de negociação está descrita em detalhes nas atas das reuniões dos Comitês, tanto da Companhia como da Marfrig, que acompanham os materiais de convocação da Assembleia e da Assembleia Geral Extraordinária da Marfrig. Não há que se falar, portanto, em uma suposta falta de informações ou de detalhamento sobre a condução das negociações ou sobre a formação de relação de substituição;

m) Cabe relembrar que é falsa a afirmação do Fundo de que os assessores financeiros do Comitê da Marfrig teriam apresentado fairness opinion sobre a relação de substituição. Em nenhum momento os materiais de convocação mencionam a elaboração de fairness opinion, seja para o Comitê ou para o Conselho da Marfrig e a realidade é que o assessor financeiro não elaborou tal documento;

n) Nesse sentido, os materiais de convocação da AGE e da assembleia da Marfrig referem-se tão somente à fairness opinion elaborada pelo Citigroup ao Comitê da BRF, o qual foi devidamente divulgado ao mercado, não tendo sido preparado documento desta natureza por parte do assessor financeiro do Comitê da Marfrig;

o) Tampouco há fundamento na alegação de que as companhias deveriam ter tornado público o início das discussões a respeito da Operação. Como se sabe, a Resolução CVM nº 44 prevê que a administração pode manter o sigilo sobre fatos relevantes caso entenda que sua revelação colocará em risco interesse legítimo do emissor, exceto nos casos em que a informação escapar ao controle da companhia. O Parecer caminha nesta mesma linha – como não poderia deixar de ser – ao recomendar que "ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo;

p) O Solicitante [redacted] equivoca-se ao alegar que o uso da média ponderada da cotação das ações da Companhia no período de 90 dias antes da divulgação da Operação teria gerado uma "assimetria metodológica" entre os critérios de avaliação da Companhia e da Marfrig para fins da relação de substituição;

q) A avaliação das ações da Companhia a que ele faz referência, constante do laudo de avalição preparado pela Apsis, teve por objetivo fundamentar o valor do aumento do patrimônio líquido da Marfrig em decorrência da Operação, o qual, de acordo com a proposta da Operação, seria calculado com base no valor de mercado das ações da BRF, tudo para os fins do artigo 252, parágrafo 1º e artigo 8º da Lei das S.A. Tal avaliação não se confunde com uma avalição para definição da relação de substituição aplicável à Operação;

r) Como anteriormente esclarecido, a relação de substituição foi resultado de extensas negociações, de maneira independente, entre os Comitês e seus assessores, nas quais foram usados diferentes critérios de avaliação e no contexto da qual foram discutidos e revisados diversos modelos econômicos e premissas que subsidiariam a relação de substituição entre as ações das companhias;

s) Os Solicitantes também comparam a relação de substituição negociada e recomendada pelos Comitês com a relação de substituição decorrente da avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, em cumprimento ao art. 264 da Lei 6.404/1976 ("Lei das S.A.");

t) Ora, as partes têm liberdade para negociar a relação de substituição aplicável à incorporação de ações e, no caso concreto, esta foi negociada por Comitês compostos por membros independentes, com reconhecida expertise e experiência, contando com o auxílio de assessores financeiros e jurídicos especializados;

u) Em uma combinação de negócios complexa como é a Operação, envolvendo companhias operacionais do porte de BRF e Marfrig, com negócios no Brasil e no exterior, é natural que a negociação da relação de substituição envolva não apenas um critério, mas uma série de premissas, estimativas, projeções, indicadores macroeconômicos, e outras variáveis econômico-financeiras que podem influenciar na avaliação de cada uma das companhias;

v) A despeito de o critério de patrimônio líquido a preços de mercado não representar – como demonstra a praxe – a metodologia mais adequada para avaliar ações de companhias como a BRF e a Marfrig, cabe lembrar que a avaliação exigida pelo art. 264 tem natureza meramente informacional e, no caso concreto, balizará, caso assim decidam os acionistas da Companhia dissidentes, o valor de reembolso a que farão jus;

w) Portanto, o simples fato de a relação de substituição ser menos favorável aos acionistas da BRF em comparação com a avaliação dos patrimônios líquidos a mercado não importa em qualquer irregularidade, especialmente quando a relação de substituição foi resultado de negociações independentes entre partes não vinculadas. Tal fato pode ou não acontecer em qualquer operação de combinação de negócios entre empresas, e o histórico de operações, mesmo entre companhias abertas, é farto de exemplos de um caso ou de outro, sem que isso, repita-se, represente qualquer irregularidade;

x) Como já esclarecido, os acionistas controladores não participaram e nem interferiram nas negociações diretas entre os Comitês nas quais foram definidos os termos e a relação de substituição aplicável à Operação;

y) Embora não seja objeto dos pedidos, é importante lembrar o entendimento pacífico nos julgamentos do Colegiado da CVM, como reconhecido no Parecer, que não há impedimento ao voto do acionista controlador nas assembleias gerais das suas controladas destinadas a deliberar sobre operações de incorporação de ações da controlada pela controladora, como é o caso da Operação;

z) No caso concreto, as condições da Operação foram negociadas de forma independente pelos Comitês, não tendo os acionistas controladores participado nem interferido nessas negociações. Adicionalmente, as deliberações foram tomadas por unanimidade de membros do Conselho de Administração da Companhia e da Marfrig, de modo que os votos dos acionistas controladores sequer foram determinantes para a aprovação da submissão da Operação às respectivas assembleias gerais;

aa) A companhia combinada resultante da Operação será mais sólida e estável financeiramente, e com uma estrutura de capital que, no julgamento dos administradores, permite a distribuição dos proventos negociados no contexto da Operação, sem que isso represente um risco para a continuidade dos negócios da companhia combinada ou para seus índices financeiros, inclusive de alavancagem. Ocorre que estas premissas estão sujeitas, naturalmente, à efetivação da Operação.

ab) De forma a conferir a maior transparência possível ao assunto, e considerando que, nos termos do art. 205 da Lei n° 6.404/19763 os dividendos devem ser pagos aos titulares das ações na data de sua declaração, a Companhia e a Marfrig buscaram esclarecer que os acionistas que venham a exercer o seu direito de retirada não farão jus aos proventos que venham a ser pagos;

ac) Particularmente no que diz respeito ao Fundo, vale frisar que, tendo em vista sequer ser acionista da BRF quando da divulgação da Operação, não fará jus ao direito de retirada, nos termos do §1º do art. 137 da Lei 6.404/76;

ad) Eventual distribuição dos proventos não será objeto de deliberação na AGE, tendo os Conselhos de Administração das companhias competência legal e estatutária para aprovar a distribuição de tais proventos sem a necessidade de aprovação assemblear. Logo, as distribuições não poderiam servir de fundamento para o pedido de interrupção/adiamento da Assembleia, uma vez que escapam da sua ordem do dia;

ae) É preciso deixar claro que no caso da Operação, a administração da BRF – a controlada – optou por observar o Parecer e este foi cumprido em sua integralidade, de modo que refutamos as alegações de que o Parecer teria sido cumprido em parte;

af) Não há qualquer insuficiência nas informações colocadas à disposição dos acionistas por conta da convocação da Assembleia. Os acionistas possuem todas as informações exigidas por lei e pela regulamentação da CVM, em especial pela Resolução CVM nº 81 e pela Resolução CVM nº 78, para deliberarem de maneira refletida e informada acerca da Ordem do Dia. O Manual de Acionistas para Participação na Assembleia Geral Extraordinária ("Manual"), que contém a Proposta do Conselho de Administração para a Assembleia, divulgado originalmente em 16.05.2025 – portanto com mais de 30 dias de antecedência da data da Assembleia – contêm informações completas e detalhadas sobre a Operação;

ag) O Manual contém inclusive todas as atas de reuniões do Comitê da Companhia, incluindo as atas de reuniões conjuntas realizadas com o Comitê da Marfrig, que descrevem as análises, negociações, propostas e contrapropostas, discussões de modelagem entre assessores, enfim, toda a dinâmica que envolveu a negociação dos termos da Operação e da relação de substituição, desde a formação dos Comitês até que fosse alcançado um consenso acerca da relação de substituição que veio a ser proposta. Repita-se, a propósito, que não houve Fairness Opinion ou relatório que tenha sido elaborado pelo assessor financeiro do Comitê da Marfrig, de modo que o pedido de adiamento feito pelo Fundo simplesmente não se sustenta;

ah) Não há, nas matérias submetidas à Assembleia ou nos termos da Operação como um todo, qualquer violação a dispositivos legais ou regulamentares. Não apenas isso: as supostas "ilegalidades" alegadas pelos Solicitantes, embora sem mérito, dizem respeito a temas que em todo caso demandariam uma apuração mais detalhada pela CVM, em procedimento de investigação próprio. Portanto, ainda que houvesse algum indício de fundamento em tais alegações, não seria a

interrupção da Assembleia o procedimento próprio para que tais fatos fossem averiguados, dado o rito mais exíguo do mecanismo previsto no art. 124, §5º da Lei 6.404/76;

ai) O Colegiado da CVM já se posicionou, em mais de uma oportunidade, sobre o fato de que eventuais ilegalidades alegadas para o fim de interrupção de uma assembleia devem (1) poder ser verificadas a priori, isto é, sem a necessidade de dilação probatória; e (2) ser evidentes nas deliberações constantes da ordem do dia ou, ainda, em aspectos que guardem relação direta e indissociável com as propostas a serem submetidas à AGE, o que evidentemente não é o caso da Operação."

II - ANÁLISE

7. Inicialmente, cabe ressaltar que os pedidos dos requerentes são tempestivos e envolvem, além da interrupção do prazo de convocação e do adiamento da AGE convocada para 18.06.25, a adoção pela CVM de providências para assegurar a observância (a) das regras aplicáveis aos acionistas controladores da BRF; (b) dos deveres fiduciários dos administradores da Companhia; (c) da independência dos Comitês Especiais; e (d) da proteção dos direitos dos acionistas minoritários da BRF.

8. Tendo em conta o rito relacionado à decisão quanto ao pedido de adiamento ou interrupção do prazo de convocação de assembleia, o escopo da análise se restringirá aos questionamentos dos acionistas relacionados aos requisitos previstos no art. 124, § 5º, da Lei 6.404/76.

9. O art. 124, §5º, da Lei nº 6.404/76 trata da possibilidade de adiamento ou interrupção do prazo de convocação de assembleia, nos casos de insuficiência de informações necessárias à deliberação ou na hipótese de violação de dispositivos legais ou regulamentares na proposta da administração:

> § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia:
>
> I - determinar, fundamentadamente, o adiamento de assembleia geral por até 30 (trinta) dias, em caso de insuficiência de informações necessárias para a deliberação, contado o prazo da data em que as informações completas forem colocadas à disposição dos acionistas; e
>
> II - interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembléia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembléia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais ou regulamentares.

10. Diante dos referidos pedidos, a Companhia se manifestou nos termos do artigo 64 da Resolução CVM nº 81/22:

> Art. 64. O requerimento deve ser encaminhado à Superintendência de Relações com Empresas, a quem cabe imediatamente notificar a companhia em questão, para que se manifeste sobre o requerimento, no prazo de 48 (quarenta e oito) horas, sendo em seguida submetido o pedido à deliberação do Colegiado da CVM, com a decisão da Superintendência e a respectiva manifestação da companhia.

11. Os pontos que servem de base para os pedidos de adiamento ou interrupção da assembleia são, em resumo, os seguintes: (i) Alegadas irregularidades na constituição dos Comitês Especiais - ausência de independência dos membros dos Comitês (Parecer de Orientação CVM 35/08); (ii) Alegado descumprimento das regras de conflito de interesses - atuação indevida de administradores em situação de conflito de interesses; (iii) Alegada estruturação abusiva em relação à decisão de pagamento de dividendos - condicionamento do recebimento de dividendos ao não exercício do direito de retirada; (iv) Questionamento quanto ao critério do período de cotações utilizado como parâmetro em laudo de avaliação da BRF; (v) Questionamento quanto ao momento do anúncio da operação; (vi) Questionamento quanto a não divulgação de documentos elaborados pelo JP Morgan, incluindo um Fairness Opinion; (vii) Alegada falta de clareza na adoção da relação de substituição - relação de substituição desfavorável aos acionistas da BRF.

12. Esses questionamentos serão abordados a seguir.

II.1. Das Alegadas irregularidades na constituição do comitê especial independente - ausência de independência de seus membros (Parecer de Orientação CVM nº 35/08)

13. O Parecer de Orientação CVM nº 35/08 ("PO35") tem como objetivo divulgar recomendações quanto a procedimentos a serem observados pelos administradores das companhias abertas, no exercício dos deveres fiduciários que lhes são atribuídos pela Lei 6.404/76, com vistas à fixação de condições equitativas em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas, sobretudo no que se refere à relação de troca.

14. A CVM entende que os procedimentos descritos no PO35 são formas adequadas de dar cumprimento aos deveres fiduciários dos administradores. Todavia, os procedimentos descritos nesse parecer não são exclusivos nem exaustivos.

15. Não obstante, ao divulgar que seguiu as recomendações do citado parecer e informar o critério de composição dos comitês especiais independentes, é necessário que as informações divulgadas pela Companhia atendam aos requisitos previstos no art. 15 da Resolução CVM nº 80/2022.

16. Por meio do protocolo de incorporação, a Companhia informou, em resumo, o que se segue:

> Em 24 de abril de 2025, foi aprovado pelo conselho de administração da Marfrig ("Conselho Marfrig") **a**

constituição do comitê especial independente da Marfrig, bem como a eleição de seus membros, que se caracterizam como membros independentes do Conselho Marfrig ("Comitê Independente Marfrig");

Em 25 de abril de 2025, foi aprovado pelo conselho de administração da BRF ("Conselho BRF" e, em conjunto com o Conselho Marfrig, "Conselhos de Administração") a constituição do comitê especial independente da BRF ("Comitê Independente BRF" e, em conjunto com o Comitê Independente Marfrig, "Comitês Independentes"), **bem como a eleição de seus membros, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35**, de 1º de setembro de 2008;

[....]

Considerando que a Incorporação de Ações é uma operação envolvendo sociedade controladora, a Marfrig, e sociedade controlada, a BRF, **em atenção ao Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de setembro de 2008**, foi constituído pelo Conselho BRF o comitê especial independente da BRF ("Comitê Independente BRF"), que teve por função negociar a Relação de Substituição e demais termos e condições da operação envolvendo as Companhias e submeter sua recomendação ao Conselho BRF. O Comitê Independente BRF contou com a assessoria financeira do Citigroup, tendo sido emitida fairness opinion pelo Citigroup Global Markets Inc. no âmbito da Incorporação de Ações.

Adicionalmente, o Conselho Marfrig constituiu o comitê especial independente da Marfrig ("Comitê Independente Marfrig" e, em conjunto com o Comitê Independente BRF, "Comitês Independentes"), o qual foi responsável pela proposição inicial e pela posterior negociação da Relação de Substituição com o Comitê Independente BRF.

Nesse contexto, a Relação de Substituição foi exaustivamente negociada entre os Comitês Independentes, levando em consideração o valor justo das Companhias, bem como as premissas descritas no Protocolo e Justificação, e sua recomendação foi aprovada por ambos os Comitês Independentes em reunião realizada em 15 de maio de 2025. Ao emitir a recomendação favorável à transação, os Comitês Independentes consideraram, com a colaboração de seus assessores externos, uma variedade de fatores, de forma que a Relação de Substituição não foi determinada com base em um único critério, mas em uma variedade de critérios combinados.

17. Na ata da RCA de BRF foi deliberada a constituição do comitê especial independente, nos seguintes termos (Reunião da Administração\CA\Ata):

A criação do Comitê Independente ad hoc, composto por 3 (três) membros, sendo que todos deverão ser **membros independentes do Conselho de Administração**. O Comitê Independente terá como objetivo analisar e negociar os termos e condições da Potencial Transação, incluindo, mas não limitado, a relação de troca entre as ações de emissão da BRF e da MGF e submeter suas recomendações ao Conselho de Administração, em cumprimento com o Parecer CVM 35, com o objetivo de contribuir para a proteção dos interesses da Companhia e garantir que a operação observe condições equitativas para seus acionistas.

18. Verifica-se que, ao buscar observar os procedimentos dispostos do PO35, Marfrig e BRF informaram ter optado pela formação de comitê com a totalidade de administradores da companhia independentes, em linha com a primeira alternativa descrita no Parecer[1]:

Na formação do comitê especial independente acima referido, a CVM recomenda a adoção de uma das seguintes alternativas: **i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes**; ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976; ou iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

A independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso. De qualquer modo, a CVM presumirá a independência, salvo demonstração em contrário, de pessoas que atendam à definição de "conselheiro independente" prevista no Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo. [grifo nosso]

19. Os comitês foram constituídos com três membros cada: (i) Na BRF, todos os membros são conselheiros independentes da Companhia, segundo Reunião da Administração\CA\Ata; (ii) Na Marfrig, todos os membros são independentes, segundo informações constantes do Protocolo de Incorporação Assembleia\AGE\Protocolo e Justificação de Incorporação, Fusão ou Cisão. Não foi identificada a divulgação da RCA de 24.04.25 da Marfrig, em que foi deliberado esse assunto.

20. Os requerentes questionam a independência de um dos membros do Comitê Especial da BRF, Sr. [redacted] tendo em conta que esse administrador atuou por oito anos no Conselho Fiscal da Marfrig, tendo sido eleito diretamente pelo acionista controlador da Marfrig, acionista controladora da BRF e entidade incorporadora da Companhia no contexto da operação.

21. Os requerentes questionam, ainda, a independência de um dos membros do Comitê Especial da Marfrig, Sr. [redacted] baseando-se nos seguintes pontos: (i) além de membro do conselho de administração da própria Marfrig, o administrador é conselheiro de outra sociedade do grupo; (ii) o conselheiro é sócio do Sr. [redacted] em duas sociedades há mais de uma década. Por meio da sua holding patrimonial AMN Participações Ltda., o administrador e o Sr. [redacted] são sócios em duas empresas ("Biotick" e ""Imunotick").

22. A Companhia apresenta os seguintes argumentos a respeito da matéria:

"o Sr. [redacted] cumpre com os requisitos de independência previstos no Anexo K da Resolução CVM nº 80 e no Regulamento do Novo Mercado, não havendo razão para se questionar a sua nomeação para compor o Comitê";

"o Comitê da Marfrig foi composto por [redacted] (Coordenador), [redacted] e [redacted] Embora o Conselho de Administração da Marfrig tenha julgado que todos estes membros são independentes, nos termos das normas da CVM e da B3, vale dizer que ainda que o Sr. [redacted] não o fosse – como alegam os Solicitantes e o que se admite apenas para argumentar –, o Comitê da Marfrig seria composto por uma maioria de conselheiros independentes, em cumprimento às orientações do Parecer, cujas disposições, vale reiterar, sequer precisariam ser observadas no âmbito da Marfrig";

"fato é que tanto o Sr. [redacted] quanto o Sr. [redacted] [....], **foram eleitos como conselheiros independentes** nas respectivas assembleias gerais das companhias **e não se tem notícia de qualquer questionamento sobre a sua independência até então**. Não cabe, no curso do processo de análise de um pedido de interrupção/adiamento de Assembleia, que por sua natureza é mais restrito, colocar em dúvida a independência dos referidos conselheiros, como pretendem os Solicitantes. Caso assim queiram os Solicitantes, isso deverá ser feito em procedimento de investigação próprio, e tal apuração em nada influenciaria na independência dos Comitês, já que, em todo caso, continuariam sendo formados por uma maioria de conselheiros independentes. [grifo nosso]

23. Verifica-se que o Sr. [redacted] foi de fato conselheiro fiscal da Marfrig entre 2014 e 2022, eleito pelo controlador, conforme consta dos formulários de referência da Companhia para o período. Atualmente, o Sr. [redacted] é conselheiro de administração independente da BRF, não eleito pelo controlador.

24. O Sr. [redacted] por sua vez, é conselheiro de administração da Marfrig, eleito pelo controlador em 31.03.25, como conselheiro de administração independente.

25. Na formação do comitê especial independente, a CVM faz as seguintes recomendações através do Parecer de Orientação nº 35/08:

i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes;

ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976; ou

iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

A independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso. De qualquer modo, a CVM presumirá a independência, salvo demonstração em contrário, de pessoas que atendam à definição de "conselheiro independente" prevista no Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

26. Conforme exposto no PO35, a CVM presumirá a independência, salvo demonstração em contrário, de pessoas que atendam à definição de "conselheiro independente" prevista no Regulamento do Novo Mercado. Posteriormente, a Resolução CVM nº 80/22 veio a tratar da matéria. Assim, os critérios de independência de conselheiros pode ser verificado no artigo 6º, §2º, inciso III, do Anexo K da Resolução CVM nº 80/2022 e no artigo 16, §2º, inciso III, do Regulamento do Novo Mercado:

Anexo K da Resolução CVM nº 80/2022 - artigo 6º, §2º, inciso III

§ 2º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, as situações descritas abaixo devem ser analisadas de modo a verificar se implicam perda de independência do conselheiro independente em razão das características, magnitude e extensão do relacionamento:

I – tem vínculo de parentesco por afinidade até segundo grau com acionista controlador, administrador da companhia ou administrador do acionista controlador;

II – é ou foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor de sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;

III – tem relações comerciais, inclusive de prestação de serviços ou fornecimento de insumos em geral, com a companhia, o seu acionista controlador ou sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;

IV – ocupa cargo com poder decisório na condução das atividades de sociedade ou entidade que tenha relações comerciais com a companhia ou com o seu acionista controlador;

V – recebe outra remuneração da companhia, de seu acionista controlador, sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum além daquela relativa à atuação como membro do conselho de administração ou de comitês da companhia, de seu acionista controlador, de suas sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum, exceto proventos em dinheiro decorrentes de participação no capital social da companhia e benefícios advindos de planos de previdência complementar; e

VI – fundou a companhia e tem influência significativa sobre ela.

Regulamento do Novo Mercado - artigo 16, §2º, inciso III

Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, as situações descritas abaixo devem ser analisadas de modo a verificar se implicam perda de independência do conselheiro independente em razão das características, magnitude e extensão do relacionamento:

I - é afim até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador;

II - foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor de sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;

III - tem relações comerciais com a companhia, o seu acionista controlador ou sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;

IV - ocupa cargo em sociedade ou entidade que tenha relações comerciais com a companhia ou com o seu acionista controlador que tenha poder decisório na condução das atividades da referida sociedade ou entidade;

V - recebe outra remuneração da companhia, de seu acionista controlador, sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum além daquela relativa à atuação como membro do conselho de administração ou de comitês da companhia, de seu acionista controlador, de suas sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum, exceto proventos em dinheiro decorrentes de participação no capital social da companhia e benefícios advindos de planos de previdência complementar.

27. Como se observa da definição dos critérios de independência constantes da Resolução CVM e do Regulamento da B3, há questões objetivamente verificáveis no que se refere ao atendimento dos requisitos, tais como (i) a identificação de grau de parentesco; (ii) ter sido empregado ou diretor de sociedades coligadas nos últimos três anos; (iii) receber remuneração adicional da Companhia ou de seu controlador, àquela a que faz jus como membro do conselho de administração.

28. A verificação do cumprimento de requisitos que abrangem os conceitos de (i) poder decisório na condução das atividades de determinada sociedade; (ii) relações comerciais entre o administrador e a companhia ou seu controlador; e (iii) influência significativa sobre uma sociedade, dependem de uma análise detalhada dos fatos e circunstâncias relevantes para conclusão quanto à caracterização de hipótese que configure a perda de independência.

29. Em nosso entendimento, o fato de o administrador ter sido conselheiro fiscal da sociedade controladora até abril de 2022 não o enquadraria em qualquer das hipóteses mencionadas no § 26, que caracterizam a perda da independência. Nesse sentido, em que pesem os argumentos apresentados pelos requerentes, o Sr. [redacted] atenderia, em nosso entendimento, aos requisitos de independência da norma e do regulamento citados (vide Ata AGO/E de 08.04.21 às fls. 1.119 do doc. 2346489).

30. A análise quanto ao questionamento referente à independência do Sr. [redacted] tendo em conta que o referido administrador integra quadro societário de duas sociedades juntamente com o controlador da Marfrig, dependeria, como mencionado, de uma avaliação detalhada dos fatos e circunstâncias que possam eventualmente comprometer a sua independência.

31. No caso concreto, o Sr. [redacted] foi eleito como membro independente do conselho de administração da Marfrig, em assembleia de 11.04.23. Essa informação consta dos formulários de referência da Companhia, ao menos desde a versão FRE 2023 v.1 e consta ainda da versão mais recente FRE 2025 v1.

32. Nesse sentido, entendemos que não resta comprovada, de plano, observado o rito de análise de pedido de interrupção de assembleia, a caracterização de perda de independência dos referidos membros dos comitês especiais, objeto do questionamento dos requerentes.

II.2 Alegado descumprimento das regras de conflito de interesses - atuação indevida de administradores em situação de conflito de interesses

33. O Sr. [redacted] assinala que, no âmbito do Conselho de Administração da Marfrig, a deliberação sobre a aprovação da operação contou com a participação de [redacted] e [redacted] acionistas controladores da Marfrig.

34. Já em relação à Assembleia Geral Extraordinária da BRF, de acordo com o requerente, "a preocupação se agrava na medida em que o voto da controladora Marfrig poderá ser utilizado para impor a aprovação da operação, em potencial violação ao art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976".

35. O Sr. [redacted] e a Sra. [redacted] além de controladores, são conselheiros de administração de ambas as companhias, Marfrig e da BRF. O Sr. [redacted] ocupa o cargo de presidente do conselho de administração na Marfrig e na BRF.

36. Segundo o Nova Almeida FIM, "conforme dispõe o PO 35, a Operação deve ser 'condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito'. No entanto, a vedação ao voto do controlador sequer foi observada no âmbito do Conselho de Administração das Companhias, considerando que [redacted] e [redacted] participaram das deliberações sobre a Operação, o que configura clara violação ao art. 156 da LSA, diante do conflito de interesses existente".

37. O requerente complementa que, em relação à BRF, os dois administradores "participaram das reuniões realizadas em: (i) 25.04.2025, na qual se iniciaram as tratativas para a combinação dos negócios das Companhias e se deliberou criar Comitê Independente; (ii) 15.05.2025, na qual se aprovou (ii.a) a Operação e os instrumentos para a sua formalização, (ii.b) o Protocolo e Justificação da Operação, e (ii.c) a submissão da Operação à assembleia geral de acionistas da BRF, e (iii) 26.05.2025, na qual foi aprovada a celebração de aditamento ao Protocolo e Justificação da Operação". Paralelamente, na Marfrig, "o Sr. [redacted] e a Sra. [redacted] também participaram de todas as reuniões do Conselho de Administração que discutiu e deliberou sobre os termos da Operação, a saber as reuniões de: (i) 15.05.2025, na qual o Conselho aprovou os termos e condição da Operação, a contratação dos avaliadores e a submissão da Operação à assembleia geral de acionistas da Marfrig; e (ii) 26.05.2025, na qual foi aprovada a celebração de aditamento ao Protocolo e Justificação da Operação".

38. Segundo a Companhia, "os acionistas controladores não participaram e nem interferiram nas negociações diretas entre os Comitês, nas quais foram definidos os termos e a relação de substituição aplicável à Operação" e "as condições da Operação foram negociadas de forma independente pelos Comitês, não tendo os acionistas controladores participado nem interferido nessas negociações. Adicionalmente, as deliberações foram tomadas por unanimidade de membros do Conselho de Administração da Companhia e da

Marfrig, de modo que os votos dos acionistas controladores sequer foram determinantes para a aprovação da submissão da Operação às respectivas assembleias gerais".

39. A esse respeito, de acordo com o Parecer de Orientação CVM nº 35/08:

> É pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que **o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações**. Também é pacífico nesta autarquia o entendimento de que a relação de troca das ações pode ser livremente negociada pelos administradores, segundo os critérios que lhes pareçam mais adequados.
>
> [....]
>
> O art. 245 da Lei nº 6.404, de 1976 determina que o administrador deve zelar para que as operações envolvendo sociedades coligadas, controladora ou controlada, "observem condições estritamente comutativas". Isso significa, no contexto das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações, que os administradores devem negociar uma relação de troca de ações eqüitativa para os acionistas de ambas as companhias, refletindo o valor de cada uma delas e repartindo entre elas os potenciais ganhos obtidos com a operação.
>
> A CVM entende que, para cumprir com seus deveres e alcançar os resultados esperados pela Lei nº 6.404, de 1976, os administradores de companhias abertas devem instituir procedimentos e tomar todas as medidas necessárias para que a relação de troca e demais condições da operação sejam negociados de maneira independente. Um processo de negociação independente tende a propiciar a comutatividade da operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários previstos em lei. [grifo nosso]

40. Vale observar que o posicionamento da CVM a respeito de diferentes teses quanto aos elementos que caracterizam hipóteses de conflito de interesses de acionistas e de administradores, alterou-se ao longo do tempo.

41. No julgamento do Processo 19957.009294/2017-11, ocorrido em 04.04.2023, prevaleceu, por maioria de votos, o entendimento de que o art. 156 não impõe um impedimento prévio de voto do administrador que possua interesse na matéria objeto de deliberação (Voto do Relator):

> 38. Entendo que o art. 156 da Lei n° 6.404/1976 não consubstancia um impedimento prévio de voto do administrador, e o dispositivo deve ser interpretado de acordo com o critério de conflito material, cabendo ao administrador que optar por votar o ônus adicional de provar a regularidade de sua manifestação e o alinhamento com os interesses da companhia.
>
> 39. Tive a oportunidade de me manifestar em outros casos sobre o tema. Em tais ocasiões, registrei o entendimento de que "o art. 156 da Lei n° 6.404/1976 consubstancia hipótese de conflito material, não havendo que se falar em impedimento prévio ao exercício do direito de voto do administrador, sem que se analise o teor da manifestação proferida e a extensão dos interesses envolvidos, observados determinados mecanismos de distribuição dinâmica do ônus de prova"

42. Embora o posicionamento da SEP alinhe-se ao voto vencido da Diretora Flávia Perlingeiro (Voto DFP), prevaleceu, no citado julgamento, nos termos acima descritos, a tese do conflito material/substancial em relação à conduta do administrador e do acionista da Companhia (Voto PTE).

43. Ainda no julgamento iniciado em 23.05.2023 e finalizado em 05.09.2023, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008172/2021-93, o Colegiado da CVM manifestou-se no sentido de que as hipóteses de conflito de interesses do artigo 115, parágrafo 1°, da Lei nº 6.404/76 devem ser interpretadas de acordo com a tese material/substancial, em linha com a doutrina predominante e com os mais recentes posicionamentos firmados pelo Colegiado da CVM[2].

44. Nesse sentido, a eventual caracterização do conflito de interesses dependeria, no entendimento do Colegiado da CVM, da comprovação de irregularidade na determinação das condições da operação.

45. No caso concreto, ressalta-se o argumento da Companhia no sentido de que as deliberações foram tomadas por unanimidade de membros do Conselho de Administração da Companhia e da Marfrig, de modo que os votos dos acionistas controladores não foram determinantes para a aprovação da submissão da Operação às respectivas assembleias gerais.

46. Em razão de todo o exposto, em princípio, a análise quanto a potencial caracterização de conflito de interesses não seria compatível com o rito de análise de pedido de interrupção de assembleia. De todo modo, os questionamentos relacionados à divulgação dos critérios de determinação da relação de substituição, utilizados na operação em tela, serão objeto de comentários nos itens seguintes.

II.3 Alegada estruturação abusiva em relação à decisão de pagamento de dividendos - condicionamento do recebimento de dividendos ao não exercício do direito de retirada

47. Ao divulgar a operação de incorporação de ações da BRF pela Marfrig, foi divulgada também a decisão de distribuição de dividendos no montante bruto de (i) R$3.520.000.000,00 (três bilhões e quinhentos e vinte milhões de reais) pela BRF; e (ii) R$2.500.000.000,00 (dois bilhões e quinhentos milhões de reais) pela Marfrig (FR de 15052025).

48. Em ambos os casos, a distribuição de dividendos será deliberada após o pagamento do exercício do direito de retirada por eventuais acionistas dissidentes e até a data de fechamento (em conjunto, "Distribuições Permitidas"). Nesse sentido, eventuais acionistas dissidentes que exercerem direito de retirada

não farão jus ao recebimento das Distribuições Permitidas.

49. Vale ressaltar, como observado acima, que essa matéria não será objeto de deliberação na assembleia de BRF, convocada para o dia 18.06.25.

50. Não obstante, a relação de substituição proposta no protocolo e justificação de incorporação foi calculada a partir dos preços base de BRF e Marfrig, ajustados pelo valor dos dividendos a distribuir, como será descrito adiante.

51. De acordo com o protocolo, a relação de substituição será ajustada exclusivamente (i) em caso de desdobramento, grupamento ou bonificação de ações de emissão de qualquer das companhias; e/ou (ii) de acordo com a metodologia constante do Anexo 3.1.5 do protocolo e justificação. Em conformidade com a metodologia descrita no Anexo 3.1.5 do Protocolo e Justificação, qualquer desembolso incorrido pelas companhias com o exercício do direito de retirada reduzirá as Distribuições Permitidas em montante equivalente, aplicado proporcionalmente às duas companhias.

52. O Sr. [redacted] aponta que "a estruturação da Operação estabelece que o pagamento de dividendos estará condicionado à sua aprovação, sendo que somente os acionistas que não exercerem o direito de recesso terão direito a recebê-los" e "ainda que, sob certo prisma técnico, seja possível discutir os impactos do recesso sobre o montante disponível para dividendos, a forma como a cláusula foi estruturada sugere fortes indícios de abuso de poder de controle. A regra cria um incentivo econômico dotado de possível artificialidade para dissuadir o exercício de um direito legal dos acionistas (direito de retirada), em violação aos princípios da boa-fé objetiva e da proteção do interesse coletivo dos acionistas minoritários".

53. O Nova Almeida FIM também questiona a distribuição de dividendos da maneira proposta, com destaque para os seguintes argumentos:

> Em adição às irregularidades já demonstradas, importa ainda destacar a flagrante ilegalidade na tentativa de condicionar o pagamento de dividendos ao não exercício do direito de retirada por parte dos acionistas dissidentes da BRF, conforme consta do item 4 do Primeiro Fato Relevante divulgado pelas Companhias;
>
> Essa proposta, ainda que não conste formalmente da ordem do dia, apresenta-se como elemento essencial à Operação e, portanto, impacta diretamente a sua legalidade. O simples fato de as Companhias vincularem a distribuição de dividendos ao não exercício do direito de retirada vicia a liberdade de escolha dos acionistas dissidentes e viola frontalmente a Lei das S.A., configurando infração à isonomia entre acionistas da mesma classe prevista no art. 109, §1º, da LSA;
>
> Nos termos do art. 202 da LSA, os dividendos devem ser distribuídos de forma equitativa entre os acionistas titulares de ações da mesma espécie e classe, na proporção de suas participações no capital social. A possibilidade de dividendos serem pagos apenas àqueles que não exercem direito legítimo de retirada não encontra qualquer amparo legal. Tal restrição representa, na prática, uma penalização indevida àqueles que se opõem à Operação — e que, em tese, possuem uma divergência legítima com uma operação voltada a atender os interesses do controlador;
>
> Além disso, a conduta desnatura o próprio conceito de dividendo enquanto parcela do lucro atribuída aos acionistas, conforme deliberação regular dos órgãos sociais competentes. Se os dividendos decorrem de resultados auferidos pela companhia, ainda que no curso do exercício social, nada justifica o pagamento seletivo baseado em adesão ou não a determinada deliberação societária. Tal prática contamina a própria estrutura econômica da deliberação e revela um uso instrumental da política de dividendos como ferramenta de coerção e manipulação da decisão assemblear;
>
> Ressalte-se que a decisão de exercer ou não o direito de retirada deve ser tomada livremente pelos acionistas, sem qualquer tipo de compensação ou penalidade financeira que distorça a análise racional e individual de cada investidor. Ao atrelar o pagamento de dividendos ao não exercício desse direito, subverte-se o modelo de proteção legal previsto para os dissidentes;

54. Em relação a esses pontos, a BRF manifesta-se resumidamente no seguinte sentido:

> A companhia combinada resultante da Operação será mais sólida e estável financeiramente, e com uma estrutura de capital que, no julgamento dos administradores, permite a distribuição dos proventos negociados no contexto da Operação, sem que isso represente um risco para a continuidade dos negócios da companhia combinada ou para seus índices financeiros, inclusive de alavancagem. Ocorre que estas premissas estão sujeitas, naturalmente, à efetivação da Operação.
>
> De forma a conferir a maior transparência possível ao assunto, e considerando que, nos termos do art. 205 da Lei n° 6.404/19763 os dividendos devem ser pagos aos titulares das ações na data de sua declaração, a Companhia e a Marfrig buscaram esclarecer que os acionistas que venham a exercer o seu direito de retirada não farão jus aos proventos que venham a ser pagos.
>
> Particularmente no que diz respeito ao Fundo, vale frisar que, tendo em vista sequer ser acionista da BRF quando da divulgação da Operação, não fará jus ao direito de retirada, nos termos do §1º do art. 137 da Lei 6.404/76.
>
> Eventual distribuição dos proventos não será objeto de deliberação na AGE, tendo os Conselhos de Administração das companhias competência legal e estatutária para aprovar a distribuição de tais proventos sem a necessidade de aprovação assemblear. Logo, as distribuições não poderiam servir de fundamento para o pedido de interrupção/adiamento da Assembleia, uma vez que escapam da sua ordem do dia.

55. A convocação de uma assembleia para deliberação acerca de qualquer matéria deve ser precedida de divulgação de todos os documentos e informações julgadas relevantes para que os acionistas possam deliberar de uma maneira informada.

56. No caso concreto, a administração da BRF havia decidido a respeito de uma posterior distribuição de dividendos, a ser ajustada conforme o volume de recursos eventualmente necessários para arcar

com qualquer desembolso incorrido pelas Companhias com o exercício do direito de retirada. A decisão da administração da Companhia, segundo informado, levou em conta a estrutura de capital caso a operação venha a ser concretizada.

57. Trata-se de uma informação relevante para a decisão do acionista e que, portanto, deveria necessariamente ser disponibilizada no prazo legal que antecede a realização da assembleia.

58. Nos termos do art. 205 da Lei 6.404/76, a companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, **na data do ato de declaração do dividendo**, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação.

59. A conclusão quanto ao alegado desvio de finalidade da utilização do instituto de distribuição de dividendos, dependeria de extensa dilação probatória, com a necessária comprovação de que a decisão não atenderia aos interesses da Companhia, cabendo ainda ressaltar o mencionado no § 45 e 46.

60. Com base nas informações e documentos constantes dos autos, não se identificam, neste momento, elementos comprobatórios de que tenha havido uma irregularidade na decisão de distribuição de dividendos e na sua divulgação.

II.4 Questionamento quanto ao critério do período de cotações utilizado como parâmetro em laudo de avaliação da BRF

61. O Sr. [redacted] questiona o critério de prazo utilizado no laudo de avaliação da BRF:

> Outro aspecto que suscita preocupação diz respeito ao critério temporal adotado para a avaliação econômica da BRF. No laudo elaborado, foi escolhido o período de 90 dias como base para apuração do preço médio das ações da Companhia, sob a justificativa de que "a metodologia abrange o período mais próximo da data de assinatura do relatório, oferecendo uma amostra suficientemente ampla e representativa, o que contribui para diluir eventuais distorções pontuais de preço e volume";
>
> Contudo, dentre os três períodos analisados pela própria consultoria que elaborou o laudo ou seja, a cotação média ponderada das ações em bolsa durante os 30 dias, 90 dias ou 12 meses imediatamente anteriores ao último dia útil antes da emissão do laudo, foi selecionado justamente aquele que refletia o menor valor para a BRF;
>
> Como resultado, o valor atribuído ao preço base às ações da BRF foi fixado em R$ 23,32 e, para efeito da mesma relação de troca, o valor atribuído ao preço base às ações da Marfrig foi de R$ 27,73.

62. O referido laudo consta do anexo 4.2 do protocolo e justificação de incorporação e aponta três cenários de referência para avaliação da BRF pelo preço médio em bolsa (Assembleia\AGE\Protocolo e Justificação de Incorporação, Fusão ou Cisão):

AVALIAÇÃO PELO PREÇO MÉDIO PONDERADO DAS AÇÕES EM BOLSA

REFERÊNCIA	DESCRIÇÃO	PERÍODO	VWAP[1]	SPOT
n/a	Valor no último dia útil antes da emissão do Laudo (Spot)	14/05/2025	-	19,68
a	30 dias imediatamente anteriores ao último dia útil antes da emissão do Laudo	31/03/2025 - 14/05/2025	20,74	-
b	90 dias imediatamente anteriores ao último dia útil antes da emissão do Laudo	02/01/2025 - 14/05/2025	20,52	-
c	12 meses imediatamente anteriores ao último dia útil antes da emissão do Laudo	15/05/2024 - 14/05/2025	22,21	-

1. O *Volume Weighted Average Price* (VWAP), ou Preço Médio Ponderado por Volume, é calculado com base na média dos preços de fechamento, ponderada pelo volume negociado. Os dados foram extraídos da plataforma S&P Capital IQ Pro.

Observação: eventuais diferenças entre data-base e datas analisadas se devem ao fechamento do mercado nas respectivas datas.

Metodologia adotada.

63. Os avaliadores concluíram que a metodologia mais apropriada seria a do valor do preço médio ponderado das ações nos 90 dias anteriores ao último dia útil antes da emissão do laudo, como verificado a seguir:

> Os avaliadores concluíram que a metodologia mais apropriada para a avaliação da BRF é o valor do preço médio ponderado das ações nos 90 dias anteriores ao último dia útil antes da emissão do Laudo. Essa metodologia abrange o período mais próximo da data de assinatura do relatório, oferecendo uma amostra suficientemente ampla e representativa, o que contribui para diluir eventuais distorções pontuais de preço e volume. Além disso, está em conformidade com os parâmetros estabelecidos no Art. 256 da Lei das S.A. e no Anexo C da Resolução CVM nº 85/22.
>
> Com base nessa abordagem, o preço médio ponderado das ações da BRF é de R$ 20,52 (vinte reais e cinquenta e dois centavos) por ação, resultando em um valor econômico total de R$ 32.844.025 mil (trinta e dois bilhões, oitocentos e quarenta e quatro milhões, e vinte e cinco mil reais). Os avaliadores consideram que a metodologia do preço médio ponderado das ações é o critério mais adequado para determinar o preço justo das ações da companhia. Segundo seu entendimento, todas as metodologias adotadas baseiam-se em negociações realizadas entre partes independentes, com pleno conhecimento do negócio e livres de pressões ou interesses alheios à essência da transação, sendo, por essas características, classificadas como operações realizadas em condições de independência, ou arm's length"2. Além disso, destaca-se que a metodologia adotada para a conclusão deste Laudo está em conformidade com o Nível 1 de hierarquia de informações previsto no CPC 46, o qual prioriza o uso de dados observáveis e confiáveis, considerados os mais adequados para a mensuração do valor justo de ativos.

64. A esse respeito, a Companhia alega, em resumo, que o referido laudo teve por objetivo fundamentar o valor do aumento do patrimônio líquido da Marfrig em decorrência da operação, e que tal avaliação não se confunde com uma avalição para definição da relação de substituição aplicável à operação (fl. 11 do doc. 2350183):

> O Solicitante [redacted] equivoca-se ao alegar que o uso da média ponderada da cotação das ações da

Companhia no período de 90 dias antes da divulgação da Operação teria gerado uma “assimetria metodológica” entre os critérios de avaliação da Companhia e da Marfrig para fins da relação de substituição.

A avaliação das ações da Companhia a que ele faz referência, constante do laudo de avalição preparado pela Apsis, teve por objetivo fundamentar o valor do aumento do patrimônio líquido da Marfrig em decorrência da Operação, o qual, de acordo com a proposta da Operação, seria calculado com base no valor de mercado das ações da BRF, tudo para os fins do artigo 252, parágrafo 1º e artigo 8º da Lei das S.A. Tal avaliação não se confunde com uma avalição para definição da relação de substituição aplicável à Operação.

65. A informação de que o laudo serviu de parâmetro para estabelecer o valor das ações de BRF a serem incorporadas pela Marfrig, consta da cláusula 4.2 do protocolo e justificação de incorporação:

4.2 Laudo de Avaliação Incorporação de Ações. A Empresa Avaliadora elaborou o laudo de avaliação, a valor de mercado, das ações de emissão da BRF a serem incorporadas pela Marfrig, no âmbito da Incorporação de Ações, conforme constante do Anexo 4.2 deste Protocolo e Justificação (“Laudo de Avaliação Incorporação de Ações”).

4.2.1 Data-Base. A data-base utilizada para a elaboração do Laudo de Avaliação Incorporação de Ações é o dia 14 de maio de 2025.

66. Nesse sentido, entende-se não haver indícios de irregularidades que justifiquem a interrupção do curso do prazo da assembleia, em razão desse ponto suscitado pelo requerente.

67. Chama a atenção, a menção da Companhia ao aumento do **patrimônio líquido** de Marfrig, tendo como base o valor de mercado da ações de BRF a serem incorporadas. Tratando-se de operação entre sociedade controladora e controlada, os critérios e procedimentos adotados para reconhecimento contábil da operação deverão ser acompanhados pela SEP.

II.5 Questionamento quanto ao momento do anúncio da operação

68. Segundo o Nova Almeida FIM, "de acordo com item ii do PO 35, o início das negociações em operações entre partes relacionadas deve ser imediatamente comunicado ao mercado, por meio de fato relevante, salvo se o interesse social recomendar sigilo. No entanto, embora os Conselhos de Administração de ambas as Companhias tenham deliberado pela constituição de comitês especiais em 24 e 25.04.2025, o anúncio oficial da Operação foi feito apenas em 15.05.2025, com a divulgação do Primeiro Fato Relevante, sem qualquer justificativa quanto à necessidade de sigilo. Considerando todo o contexto da Operação, fica evidente a existência de indícios relevantes de manipulação informacional".

69. A Companhia, por outro lado, argumenta que "não há fundamento na alegação de que as companhias deveriam ter tornado público o início das discussões a respeito da Operação. Como se sabe, a Resolução CVM nº 44 prevê que a administração pode manter o sigilo sobre fatos relevantes caso entenda que sua revelação colocará em risco interesse legítimo do emissor, exceto nos casos em que a informação escapar ao controle da companhia. O Parecer caminha nesta mesma linha – como não poderia deixar de ser – ao recomendar que 'ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo'".

70. A Lei n.º 6.404/76, ao regular a matéria, estabeleceu o regime especial, imposto aos administradores de companhias abertas, de divulgação imediata ao mercado em geral, dos fatos relevantes relacionados aos seus negócios, como abaixo transcrito:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

(...)

§ 4º Os administradores da companhia aberta **são obrigados a comunicar imediatamente** à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou **fato relevante ocorrido nos seus negócios**, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. [grifo nosso]

71. Não obstante, nos termos do § 5º do mesmo artigo da Lei 6.404/76, os administradores poderão deixar de divulgar a informação, se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. É natural que as administrações das companhias envolvidas decidam manter o sigilo de tratativas em andamento, até que sejam confirmadas as condições de uma operação de reorganização societária a ser proposta às suas respectivas assembleias de acionistas.

72. Uma vez identificado indício de perda de controle ou de oscilação atípica, a informação deve ser imediatamente divulgada, pelo meio e forma apropriados, nos termos do art. 6º, parágrafo único, da Resolução CVM nº. 44/2021:

Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle **ou se ocorrer oscilação atípica na cotação**, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado[grifo nosso].

73. No caso concreto, não foram apontados pelos requerentes indícios relevantes de perda do controle da informação relativa às negociações que resultaram na divulgação da operação.

74. Sem prejuízo de que a questão relacionada à tempestividade da divulgação de informações relevantes venha a ser objeto de análise pela SEP, diante do eventual surgimento de novos fatos sobre a matéria, é importante observar que esse ponto não está relacionado, em princípio, às matérias constantes da ordem do dia, razão pela qual não caberia uma análise mais detalhada desse assunto no rito do pedido de interrupção.

II.6 Questionamento quanto a não divulgação de documentos elaborados pelo JP Morgan, incluindo um *Fairness Opinion*

75. O Nova Almeida FIM argumenta que os controladores teriam tido acesso ao "documento apresentado pelo Banco J.P. Morgan S.A. ("JP Morgan") que não foi apresentado pela BRF, nem pela Marfrig" e acrescenta que "no presente caso, consta de diversas atas do Comitê Especial da Marfrig que o JP Morgan, seu assessor financeiro externo, apresentou documentos com propostas e análises durante o curso da negociação da operação. No entanto, nenhum desses documentos foi disponibilizado ao mercado ou aos demais acionistas até o momento" e que "o aditamento [da proposta] não trouxe qualquer esclarecimento sobre a existência ou não de *fairness opinion* do assessor financeiro externo da Marfrig, tampouco anexou tal documento, mesmo diante da reiterada menção ao trabalho do JP Morgan nas discussões das Companhias".

76. A esse respeito, em sua manifestação, a Companhia, assinala que "é falsa a afirmação do Fundo de que os assessores financeiros do Comitê da Marfrig teriam apresentado *fairness opinion* sobre a relação de substituição. Em nenhum momento, os materiais de convocação mencionam a elaboração de *fairness opinion*, seja para o Comitê ou para o Conselho da Marfrig e a realidade é que o assessor financeiro não elaborou tal documento".

77. Do manual de participação da AGE de BRF, constam as atas das reuniões conjuntas dos comitês. Nesses documentos, verifica-se que o JP Morgan atuou como assessor financeiro da Marfrig, participando das reuniões conjuntas dos comitês especiais independentes, elaborando projeções financeiras e informações que serviram de base para a relação de troca.

78. Em consulta aos documentos apresentados pela BRF e pela Marfrig sobre a operação, não é possível concluir que a Marfrig teria contratado um *fairness opinion* do JP Morgan.

79. O art. 22 da Resolução CVM 81/22 estabelece que "sempre que a assembleia geral for convocada para deliberar sobre fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo pelo menos um emissor de valores mobiliários registrado na categoria A, a companhia deve fornecer, no mínimo, as informações indicadas no Anexo I".

80. No Anexo I da Resolução CVM 81/22, são mencionados, dentre os documentos de divulgação obrigatória, "cópia de estudos, apresentações, relatórios, opiniões, pareceres ou laudos de avaliação das companhias envolvidas na operação postos à disposição do acionista controlador em qualquer etapa da operação".

81. O requerente questiona o fato de que "consta de diversas atas do Comitê Especial da Marfrig que o JP Morgan, seu assessor financeiro externo, apresentou documentos com propostas e análises durante o curso da negociação da operação".

82. As atas das dez reuniões do Comitê Especial Independente da BRF e das três reuniões conjuntas dos comitês especiais independentes, realizadas entre 28.04.25 e 15.05.25, foram divulgadas pela Companhia, anexas ao Manual de Participação da AGE de 18.06.25 (fls. 240 a 284 do Manual para participação na AGE).

83. O escopo da 1ª Reunião Conjunta dos comitês especiais independentes foi a apresentação por parte da Marfrig da proposta financeira de relação de troca da Potencial Transação, incluindo as projeções financeiras futuras bem como a modelagem da operação pretendida. O JP Morgan iniciou os trabalhos informando que seria feita uma exposição dividida em 4 (quatro) etapas, abordando os seguintes pontos: (i) projeções da National Beef, das operações da MGF na América do Sul e da BRF; (ii) visão geral das sinergias identificadas para a Potencial Transação; (iii) racional das projeções apresentadas; e (iv) relação de troca proposta pelo Comitê Independente MGF. Não consta da ata menção ao conteúdo da proposta ou das informações que a fundamentaram (fl. 252).

84. Na Ata da 5ª Reunião do Comitê Especial Independente, realizada em 05.05.25, consta que o Assessor Financeiro apresentou, "para fins comparativos com a relação de troca da Proposta, o histórico do que seria a relação de troca da Potencial Transação exclusivamente com base na cotação das ações de emissão da BRF e da MGF e no preço alvo dos analistas de mercado ao longo dos últimos 5 (cinco) anos. O Assessor Financeiro apresentou adicionalmente, também para fins de comparação com a relação de troca prevista na Proposta, algumas referências de transações já realizadas no mercado com companhias listadas" e que "o Assessor Financeiro, com base nas premissas revisadas em conjunto com o Comitê Independente, apresentou uma sugestão de contraproposta da BRF para a relação de troca da Potencial Transação". "Ao final, concluíram que, antes da apresentação de uma contraproposta para o Comitê Independente da MGF, seria importante aguardar o retorno das respostas e esclarecimentos aos questionamentos enviados pelo Assessor Financeiro ao JP Morgan". Os dados mencionados considerados para fins comparativos não constam da ata (fl. 263).

85. Na ata da 7ª Reunião do Comitê Especial Independente, realizada em 06.05.25, consta que "o Assessor Financeiro passou a fazer suas considerações sobre as avaliações da BRF e da MGF (neste caso, segmentadas por Beef South America e Holding e National Beef), apontando aquilo que mudou em relação à apresentação inicial feita para o Comitê Independente na reunião de 05.05.2025 e indicando diferentes cenários de projeções para EBITDA e Múltiplos que poderiam ser utilizados como base para lastrear a contraproposta do Comitê Independente. Por fim, o Assessor Financeiro apresentou sua sugestão de contraproposta para a relação de troca objeto da Proposta submetida pela MGF". "Ao final, o Comitê Independente aprovou que o Assessor Financeiro se reunisse com o JP Morgan para transmitir a visão do Comitê Independente quanto às projeções e submeter a contraproposta de relação de troca, com base no material que foi apresentado pelo Assessor Financeiro ao Comitê Independente". Os dados que serviram de base para a contraproposta não constam da referida ata (fl. 270).

86. A 2ª Reunião Conjunta dos Comitês Especiais Independentes, realizada em 08.05.25, teve como escopo "a apresentação por parte do Comitê Independente MGF de nova proposta de relação de troca da Potencial Transação ("Nova Proposta"), após terem sido mantidas discussões com o Assessor Financeiro BRF para esclarecimento de dúvidas e questionamentos a respeito da primeira proposta submetida em 02.05.2025 ("Primeira Proposta")". "Ao longo da exposição do JP Morgan, os membros dos Comitês Independentes da BRF e da MGF e seus respectivos Assessores Financeiros discutiram diferentes aspectos das projeções contidas na Contraproposta e na Nova Proposta, apontando os principais pontos de discordância de cada lado. Foram debatidas as visões de cada lado quanto aos valores intrínsecos da BRF e da MGF. Também foram debatidas as sinergias da Potencial Transação que teriam o potencial de valorizar as ações de emissão da companhia combinada. O Comitê Independente da BRF informou que, não obstante a Nova Proposta tenha aprimorado a relação de troca para a Companhia, ainda haveria aspectos das projeções que basearam a Nova Proposta com as quais a BRF discorda" (fl. 275).

87. Na 3ª Reunião Conjunta dos Comitês Especiais Independentes realizada em 08.05.25, consta que "os Assessores Financeiros expuseram, na reunião, as análises financeiras que foram realizadas e pontos de ajustes identificados em ambos os lados. Depois de todos os debates e discussões, os integrantes dos Comitês Independentes da BRF e da MGF alcançaram o seguinte acordo quanto à relação de troca da Potencial Transação: (i) os acionistas da BRF (com exceção à MGF) receberão 0,8521 ações ordinárias de emissão da MGF para cada 1 (uma) ação ordinária de emissão da BRF detida na data de fechamento da Potencial Transação ("Relação de Troca Negociada"); e (ii) esta Relação de Troca Negociada levou em consideração a distribuição de dividendos e/ou juros sobre capital próprio no montante bruto de R$3.520.000.000,00 pela BRF e R$2.500.000.000,00 pela MGF, em ambos os casos a ser deliberada até a data de fechamento da Potencial Transação, inclusive ("Distribuições Permitidas")" (fl. 281).

88. As referidas atas descrevem o que seriam, em princípio, os procedimentos adotados e o processo de negociação entre os comitês, com o auxílio dos assessores financeiros (Citigroup Global Markets Brasil Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. pela BRF e JP Morgan pela Marfrig). É descrito, em detalhes, as tratativas havidas entre os membros dos comitês.

89. Nas referidas atas, não há informações sobre os dados analisados que suportaram as conclusões do Comitê Especial Independente da BRF. Nessas atas, são mencionadas diversas informações que teriam sido objeto de discussões e propostas no âmbitos dos comitês, tais como: projeções, sinergias, racional de projeções, relação de troca proposta incialmente e contraproposta, análises das cotações, dados financeiros das Companhias, referências de transações comparáveis, cenários de projeções para EBITDA e múltiplos.

90. Em relação a esse ponto, a Companhia alega que, "nos dias que se seguiram [à Reunião Conjunta de 02.05.25], a pedido do Comitê da Companhia, o Citigroup e o JP Morgan, assessores financeiros dos Comitês, discutiram a modelagem econômico financeira e as premissas que subsidiariam a avaliação das companhias e a formação da relação de substituição, tendo sido após isso realizadas diversas reuniões entre o Comitê da Companhia e os seus assessores para discussão da proposta da Marfrig e para a formulação de pontos de revisão e de uma contraproposta".

91. Verifica-se, com base nas informações divulgadas pela Companhia, que, ao longo do processo, houve a apresentação de números e projeções que teriam sido discutidas e validadas ou revistas pelos comitês, que, com o suporte dos respectivos assessores financeiros e jurídicos, chegaram a uma contraproposta e, posteriormente, em uma nova proposta baseada em números revisados. Ainda na 3ª Reunião conjunta teriam sido identificados pontos de ajustes julgados necessários nas análises financeiras.

92. Nesse contexto, entende-se que não seria exigível a divulgação ao público dos números objeto de discussão no curso das tratativas que não vieram a se confirmar como base efetiva da relação de troca ao final proposta. Tampouco seria possível exigir a divulgação da *fairness opinion* que, segundo informado pela Companhia, não foi emitida pelo JP Morgan.

93. Importante notar, por outro lado, que essas reuniões culminaram com a elaboração do Relatório de Recomendação do Comitê Especial Independentes. Esse documento deveria conter, em princípio, os principais elementos que conduziram à conclusão quanto à relação de troca proposta. Como destacado pelo assessor jurídico do Comitê Especial Independente da BRF, "o produto final dos trabalhos do Comitê será um relatório com recomendações ao Conselho de Administração, que deverá conter o histórico das negociações e da **análise das condições propostas para a operação**" [grifo nosso] (fl. 247 do Manual para participação).

94. O referido relatório foi divulgado às fls. 214 a 221 do Manual para participação. Em resumo, nesse documento, foram descritos os procedimentos e trabalhos do comitê e do assessor financeiro, informada a relação de troca negociada e as premissas adotadas para atuação do Comitê[3] . Nesse documento, não foram

identificados dados que serviram de base para fundamentar a negociação e decisões que resultaram no acordo entre os comitês independentes quanto à relação de troca da potencial transação (vide fls. 282 do Manual).

95. Esse ponto, será explorado, em conjunto, com o próximo item.

II.7 Alegada falta de Clareza na Adoção da Relação de Substituição

96. O Sr. [redacted] entende que os documentos disponibilizados "não oferecem informações suficientes que permitam compreender, de forma clara e completa, como foi construída a relação de substituição. A necessidade de esclarecimentos se torna ainda mais evidente quando se observa que, na data de divulgação da Operação, a BRF apresentava um valor de mercado superior ao da Marfrig, circunstância que, à primeira vista, não se reflete de maneira proporcional na relação de substituição".

97. Segundo o Sr. [redacted], "veja-se com mais detalhes os preços base por ação de emissão de cada companhia considerados para a Relação de Substituição: para a BRF, R$ 23,32 - um prêmio de 13% em relação ao fechamento do dia anterior, mas exatamente o mesmo valor que ação atingiu três semanas antes; já para a Marfrig, R$ 27,73 - um prêmio de 34% em relação ao fechamento do dia anterior e ainda exorbitantes 21% acima da sua máxima histórica em 27 de abril deste ano. Uma relação de troca minimamente mais justa, baseada em médias históricas de negociação de ambas as ações, seja em intervalos de 90 dias ou 200 dias, por exemplo - e desconsiderando fatores subjetivos como momento atual das companhias, ativos intangíveis (e.g. marcas), geração de caixa, alavancagem, múltiplos históricos de avaliação, todos certamente mais favoráveis ainda à BRF apontaria para um range de 1,34 a 1,83 ação da Marfrig para cada ação da BRF. Assim, ao propor apenas 0,8521 para a relação de substituição, a Marfrig impõe uma troca que entrega aos acionistas da BRF um valor substancialmente menor do fair market value da Companhia".

98. O Nova Almeida FIM argumenta que "qualquer afastamento da relação de troca pura, de acordo com os dados obtidos pela aplicação do art. 264 da LSA, deve ser precedida pela prestação de justificativas detalhadas pela administração, demonstrando-se, assim, a razão pela qual as negociações, se realizadas entre companhias independentes, teriam chegado ao mesmo fim. No caso concreto, afastou-se a relação de substituição com base no laudo de avaliação elaborado nos termos do art. 264, pelo fato de que 'tal relação de substituição (2,26148341591578) seria mais vantajosa aos acionistas da BRF quando comparada à Relação de Substituição (0,8521)'".

99. Sobre os critérios de fixação da relação de substituição, a Companhia informa, no item 3.1.1 do protocolo e justificação da operação que "ao emitir a recomendação favorável à transação, os Comitês Independentes consideraram, com a colaboração de seus assessores externos, uma variedade de fatores, de forma que a Relação de Substituição não foi determinada com base em um único critério, mas em uma variedade de critérios combinados".

100. A Companhia, em sua manifestação, alega que "no próprio dia 08.05.2025, em nova reunião conjunta dos Comitês, depois de debates e discussões entre os participantes, os Comitês chegaram a um acordo com relação à relação de substituição de 0,8521 ação ordinária da Marfrig para cada ação ordinária de emissão da Companhia, tendo levado em consideração a distribuição de dividendos e/ou juros sobre capital próprio no montante bruto de R$3,52 bilhões pela Companhia e R$2,5 bilhões pela Marfrig, em ambos os casos a ser deliberada até a data de fechamento da Operação. Frise-se, porque importante, que a relação de troca efetivamente negociada não se funda num único critério, mas em diversos critérios e fatores que, discutidos e sopesados de lado a lado, resultaram em um valor acordado entre os Comitês".

101. A Companhia informa que "a relação de substituição foi resultado de extensas negociações, de maneira independente, entre os Comitês e seus assessores, nas quais foram usados diferentes critérios de avaliação e no contexto da qual foram discutidos e revisados diversos modelos econômicos e premissas que subsidiariam a relação de substituição entre as ações das companhias" e que o manual de participação na AGE "contém inclusive todas as atas de reuniões do Comitê da Companhia, incluindo as atas de reuniões conjuntas realizadas com o Comitê da Marfrig, que descrevem as análises, negociações, propostas e contrapropostas, discussões de modelagem entre assessores, enfim, toda a dinâmica que envolveu a negociação dos termos da Operação e da relação de substituição, desde a formação dos Comitês até que fosse alcançado um consenso acerca da relação de substituição que veio a ser proposta".

102. O valor atribuído ao preço base das ações da BRF foi R$ 23,32 e o valor atribuído ao preço base das ações de Marfrig foi R$ 27,73. Observa-se que há uma relação de 0,841 ação de Marfrig para cada ação de BRF antes do ajuste a ser realizado em razão do futuro pagamento de dividendos.

103. No que se refere à comparação da relação de substituição proposta com a relação resultante das avaliações dos patrimônios líquidos a preços de mercado, deve-se atentar para os critérios de elaboração e objetivos dos laudos de avaliação previstos no art. 264 da Lei 6.404/76. A avaliação do patrimônio a preços de mercado, que considera, em princípio, ativos e passivos isoladamente, não constitui, em tese, o mais adequado critério de avaliação para sociedades que tenham uma perspectiva de continuidade. Não obstante, esses números, ainda que com ressalvas, não deixam de ter um caráter informativo como um dos parâmetros para que os acionistas possam formar sua convicção quanto à equidade da relação de troca[4] (fls. 88-133 do Manual para participação).

104. Chama a atenção, de todo modo, a disparidade das relações observadas. O laudo de avaliação,

com data-base de 31.12.24, estipulou a relação de troca em aproximadamente 2,26 ações da Marfrig para cada ação de BRF. Já a relação de troca estipulada para a operação, sem ajuste dividendos, foi de 0,841 ação de Marfrig para cada ação de BRF. A seguir, segue a relação de troca resultado do laudo da empresa avaliadora:

RESUMO DOS RESULTADOS ENCONTRADOS (RELAÇÃO DE TROCA) [1]

RELAÇÃO DE TROCA - AÇÕES DE BRF E MARFRIG	
VALOR DE MERCADO DE PATRIMÔNIO LÍQUIDO DE BRF	
(A) Patrimônio Líquido a Mercado de BRF (R$)	33.431.193.151
(B) Patrimônio Líquido a Mercado - Participação Não Controladores BRF (R$)	1.602.941.303
(C = A - B) Patrimônio Líquido a Mercado de BRF - Controladores (R$)	31.828.251.849
(D) Nº de Ações BRF - Ex Ações em Tesouraria	1.600.310.613
(E = C / D) Valor por Ação (R$)	19,88879633
VALOR DE MERCADO DE PATRIMÔNIO LÍQUIDO DE MARFRIG	
(F)Patrimônio Líquido a Mercado de MARFRIG (R$)	9.354.818.698
(G) Patrimônio Líquido a Mercado - Participação Não Controladores MARFRIG (R$)	1.882.345.190
(H = F - G) Patrimônio Líquido a Mercado de MARFRIG - Controladores (R$)	7.472.473.508
(I) Nº de Ações Marfrig - Ex Ações em Tesouraria	849.668.056
(J = H / I) Valor por Ação (R$)	8,79457978
RELAÇÃO DE TROCA	
2,26148341591578 Ação de MARFRIG por Ação de BRF	

[1] *A relação de troca de ações considera o Patrimônio Líquido Consolidado a Mercado das Companhias excluindo-se a parcela do patrimônio detida pelos acionistas não controladores, conciliando, assim, com o Patrimônio Líquido das Controladoras com os ajustes os devidos ajustes a mercado. Os ajustes referentes aos acionistas não controladores foram calculados conforme ponderação dos ativos imputáveis a essa classe de acionistas.*

Observação: A relação de troca foi realizada com base na composição acionária de cada companhia à época da emissão do presente relatório, desconsiderando as ações mantidas em tesouraria de cada uma.

105. No que se refere à comparação da relação de substituição proposta com a relação histórica resultante da cotação das ações das companhias, deve-se observar que ambas as ações compõem o índice de negociação IBOVESPA, com as ações de emissão da BRF com participação de 0,833% e da Marfrig, de 0,285%, de acordo com a B3:

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
BRFS3	BRF SA	ON NM	832.617.717	0,833
MRFG3	MARFRIG	ON NM	237.618.211	0,285

106. Se considerarmos os pregões dos últimos doze meses, as negociações com ações de emissão da BRF movimentaram uma média diária de R$181.123.160,16, com média de 19.151 negócios diários. As negociações com ações de emissão da Marfrig movimentaram uma média diária de R$ 109.269.607,93, com média de 17.096 negócios diários.

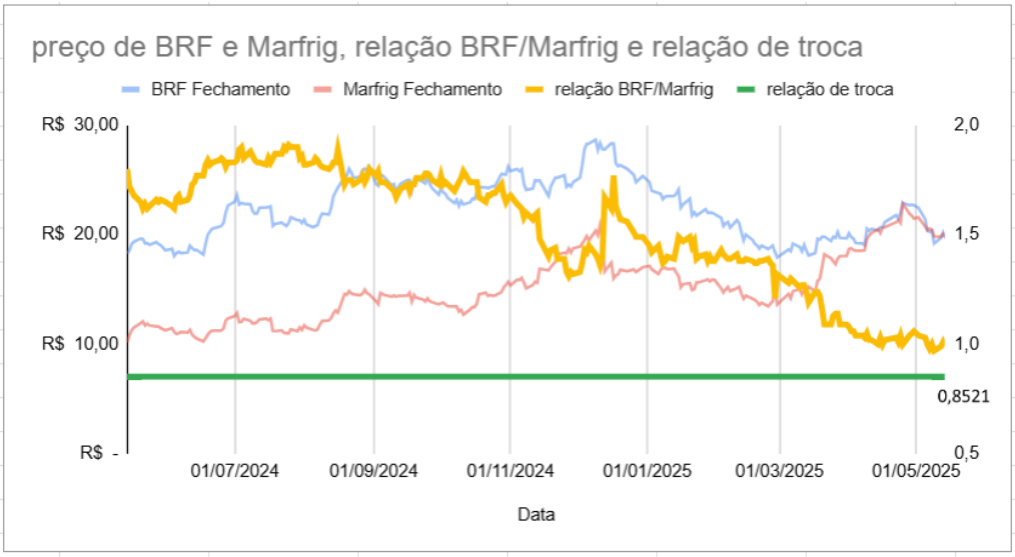
107. Deve-se considerar, assim, que, no caso concreto, as ações das companhias abertas envolvidas na operação apresentam bastante liquidez, de modo que os parâmetros de cotações de mercados devem, em regra, constituir relevantes informações no estabelecimento de critérios de relação de troca.

108. A partir dos dados de volume de negociação e preços de fechamento das ações de BRF e Marfrig disponíveis no sistema Economática, foram verificados os seguintes preços médios ponderados por volume até o pregão que antecedeu a operação (14.05.25):

	BRF	Marfrig	BRF/Marfrig
Preço base	R$ 23,32	R$ 27,73	0,841
Preço base ajustado pelo dividendo	R$ 21,12	R$ 24,79	0,852
Cotação de fechamento do pregão de 14.05.25	R$ 19,68	R$ 19,80	0,994
VWAP 30 pregões	R$ 20,80	R$ 20,35	1,022
VWAP 45 pregões	R$ 20,30	R$ 19,07	1,064
VWAP 60 pregões	R$ 19,82	R$ 18,00	1,101
VWAP 90 pregões	R$ 20,67	R$ 17,26	1,197
VWAP 12 meses	R$ 22,56	R$ 15,92	1,417

109. O gráfico a seguir mostra a relação histórica das cotações das ações de BRF e Marfrig ao longo dos últimos 12 meses:

Grafico 1 - Relação histórica de Cotações MRFG3 x BRFS3 (cotações de fechamento diárias dos pregões 14.05.24 a 14.05.25)



110. Observa-se que os preços base propostos pelos Comitês e aprovados pelas administrações das Companhias resultaram em uma relação de troca distante da relação histórica entre as cotações das ações de Marfrig e BRF, considerando-se, a título ilustrativo, o valor de fechamento diário do período de 12 meses que antecedeu o anúncio da operação.

111. A relação de troca proposta no protocolo e justificação de incorporação foi calculada a partir dos preços base de BRF e Marfrig, ajustados pelo valor dos dividendos à distribuir. Esse cálculo consta do Anexo 3.1.5 - Metodologia de Ajustes à Relação de Substituição. No entanto, não há informações efetivas sobre como os comitês chegaram ao preço base:

1) Zero Ações Compradas no Direito de Recesso; Dividendos Declarados BRFS3 = R$3,52 bi e Dividendos Declarados MRFG3 = R$2,5bi			
1.A. Preço Ajustado BRF			
B1	Preço Base BRF	R$ / Ação	23.32
DB	Distribuições BRF (VB÷ AB)	R$ / Ação	2.20
VB	Valor Total Distribuições BRF	R$ mm	3,520,000,000
AB	Ações BRF (CVM as of May, 05th)	# Ações	1,600,310,613
	(+) Ações Total Closing	# Ações	1,682,473,246
	(-) Ações Tesouraria Closing	# Ações	82,162,633
B2	Preço Ajustado BRF (B1 - DB)	R$ / Ação	21.12
1.B. Preço Ajustado Marfrig			
M1	Preço Base Marfrig	R$ / Ação	27.73
DM	Distribuições Marfrig (VM ÷ AM)	R$ / Ação	2.94
VM	Valor Total Distribuições Marfrig	R$ mm	2,500,000,000
AM	Ações Marfrig	# Ações	849,322,198
	(+) Ações Total Closing	# Ações	857,928,119
	(-) Ações Tesouraria Closing	# Ações	8,605,921
M2	Preço Ajustado Marfrig (M1 - DM)	R$ / Ação	24.79
1.C. Relação de Substituição BRF / Marfrig			
R	Relação de Substituição (B2 ÷ M2)	Ações MRFG3 / Ações BRFS3	0.8521

112. Sobre os critérios de fixação da relação de substituição, a Companhia informa, no item 3.1.1 do protocolo e justificação da operação, que "ao emitir a recomendação favorável à transação, os Comitês Independentes consideraram, com a colaboração de seus assessores externos, uma variedade de fatores, de forma que a Relação de Substituição não foi determinada com base em um único critério, mas em uma variedade de critérios combinados".

113. A Companhia, em sua manifestação, alega que "no próprio dia 08.05.2025, em nova reunião conjunta dos Comitês, depois de debates e discussões entre os participantes, os Comitês chegaram a um acordo com relação à relação de substituição de 0,8521 ação ordinária da Marfrig para cada ação ordinária de emissão da Companhia, tendo levado em consideração a distribuição de dividendos e/ou juros sobre capital próprio no montante bruto de R$3,52 bilhões pela Companhia e R$2,5 bilhões pela Marfrig, em ambos os casos a ser deliberada até a data de fechamento da Operação. Frise-se, porque importante, que a relação de troca efetivamente negociada não se funda num único critério, mas em diversos critérios e fatores que, discutidos e sopesados de lado a lado, resultaram em um valor acordado entre os Comitês".

114. Instada a se manifestar, a Companhia destaca que "a relação de substituição foi resultado de extensas negociações, de maneira independente, entre os Comitês e seus assessores, nas quais foram usados diferentes critérios de avaliação e no contexto da qual foram discutidos e revisados diversos modelos econômicos e premissas que subsidiariam a relação de substituição entre as ações das companhias" e que o manual de participação na AGE "contém inclusive todas as atas de reuniões do Comitê da Companhia, incluindo as atas de reuniões conjuntas realizadas com o Comitê da Marfrig, que descrevem as análises,

negociações, propostas e contrapropostas, discussões de modelagem entre assessores, enfim, toda a dinâmica que envolveu a negociação dos termos da Operação e da relação de substituição, desde a formação dos Comitês até que fosse alcançado um consenso acerca da relação de substituição que veio a ser proposta".

115. Embora a Companhia informe que os preços foram estabelecidos a partir de negociação independente e envie atas de reuniões indicativas da realização de tais negociações, essa documentação indica que o comitê especial independente teria levado em conta um conjunto de informações fornecidas pela administração da Companhia e analisadas pelos seus assessores financeiros, tais como apresentações com projeções, sinergias, racional de projeções, relação de troca proposta incialmente e contraproposta, análises das cotações, dados financeiros das Companhias, referências de transações comparáveis, cenários de projeções para EBITDA e múltiplos.

116. Como já comentado, a descrição do processo de negociação indica que, ao longo das tratativas que teriam durado cerca de onze dias[5] , houve a apresentação de números e projeções que teriam sido discutidas e validadas ou revistas pelos comitês, que, com o suporte dos respectivos assessores, chegaram a uma contraproposta e uma nova proposta baseada em números revisados. Ainda na 3ª Reunião conjunta teriam sido identificados pontos de ajustes necessários nas análises financeiras.

117. Como comentado, não seria exigível que fossem divulgados números objeto de discussão no curso das tratativas que não vieram a se confirmar como base efetiva da relação de troca ao final proposta.

118. Não obstante, as informações e documentos relevantes que, ao final, foram levadas em conta pelo Comitê na definição dos termos da relação proposta deveriam necessariamente ter sido submetidas ao conselho de administração, do qual o acionista controlador é Presidente, de maneira fundamentada, uma vez que a constituição dos comitês independentes não exime os membros do conselho de administração de tomar uma decisão informada, refletida e desinteressada sobre a matéria.

119. Da mesma forma, em atenção ao disposto no art. 22 e Anexo I da Resolução CVM nº 81/22, cópias de estudos, apresentações, relatórios, opiniões, pareceres ou laudos de avaliação das companhias envolvidas na operação postos à disposição do acionista controlador, em qualquer etapa da operação, devem ser disponibilizados aos demais acionistas para que estes possam tomar uma decisão informada. Adicionalmente, tratando-se de operação entre sociedade controladora e controlada, além da descrição do processo de negociação, deve ser apresentada a justificativa com as razões pelas quais a relação de troca proposta é considerada equitativa. Naturalmente, com vista a atender a esse objetivo, não bastaria informar que as condições foram negociadas por comitês independentes. É imprescindível que os acionistas sejam informados dos dados relevantes que nortearam o entendimento dos comitês quanto à comutatividade das condições propostas:

> Art. 22. Sempre que a assembleia geral for convocada para deliberar sobre fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo pelo menos um emissor de valores mobiliários registrado na categoria A, a companhia deve fornecer, no mínimo, as informações indicadas no Anexo I.
>
> Anexo I
>
> Nas operações envolvendo sociedades controladoras, controladas ou sociedades sob controle comum:
>
> i. Relação de substituição de ações calculada de acordo com o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976
>
> ii. Descrição detalhada do processo de negociação da relação de substituição e demais termos e condições da operação
>
> iii. Caso a operação tenha sido precedida, nos últimos 12 (doze) meses, de uma aquisição de controle ou de aquisição de participação em bloco de controle:
>
> > Análise comparativa da relação de substituição e do preço pago na aquisição de controle
> >
> > Razões que justificam eventuais diferenças de avaliação nas diferentes operações
>
> iv. Justificativa de por que a relação de substituição é comutativa, com a descrição dos procedimentos e critérios adotados para garantir a comutatividade da operação ou, caso a relação de substituição não seja
>
> 7. **Cópia de estudos, apresentações, relatórios, opiniões, pareceres ou laudos de avaliação das companhias envolvidas na operação postos à disposição do acionista controlador em qualquer etapa da operação**
>
> 17. Documento por meio do qual o Comitê Especial Independente submeteu suas recomendações ao Conselho de Administração, caso a operação tenha sido negociada nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35, de 2008. [grifo nosso]

120. O artigo 3º da RCVM nº 78/22 estipula que "sem prejuízo das informações e documentos necessários para o exercício de direito de voto em assembleia geral previstos em norma específica, o fato relevante sobre uma operação deve conter, no mínimo, o disposto no Anexo A, na medida em que tais informações forem conhecidas". O Anexo A da referida resolução prevê que deve ser divulgado o critério de fixação da relação de substituição.

121. No que diz respeito aos critérios adotados para a fixação da relação de substituição, entendemos que o protocolo e justificação da operação, em seu anexo 3.1.5 Metodologia de Ajustes à Relação de Substituição, traz a relação de troca proposta, partindo do preço base utilizado para a incorporação e demonstrando os ajustes decorrentes da distribuição de dividendos proposta.

122. Sobre os fatores que fundamentaram a decisão do comitê e do conselho de administração da BRF quanto ao preço base base em si, coligindo as informações contidas no manual de participação da AGE da BRF, não é possível identificar a apresentação das premissas e projeções utilizadas para estabelecê-lo, sendo apenas possível identificar que ele decorre do processo de negociação entre os comitês independentes, com

opinião favorável (*fairness opinion*) de assessor externo (Citibank). A BRF restringe-se a apresentar, no fato relevante de 15.05.25, o resultado de potenciais sinergias da combinação de negócios, que representariam ganhos na sociedade resultante da incorporação como um todo, sem divulgar de que modo as projeções utilizadas afetaram o preço base de cada Companhia.

123. Diante da importância do preço base para o cálculo da relação de substituição, entendemos que a Companhia não cumpriu com o disposto no artigo 3º da RCVM nº 78/22 e portanto não houve a disponibilização de informações suficientes necessárias para a deliberação da matéria na AGE convocada para 18.06.25.

124. Dessa maneira, nos termos do item I do § 5º do artigo 124 da nº Lei 6.404/76, entendemos que a AGE convocada para 18.06.25 deva ser adiada, por até 30 dias, até a apresentação de informações suficientes aos acionistas da BRF para a compreensão dos critérios e informações que levaram o comitê e o conselho de administração da BRF a entender adequado o preço base de cada companhia, utilizado para cálculo da relação de troca proposta.

II.8. Das Reclamações de acionistas protocoladas na CVM e do SBR 25/26

125. Segundos nossos registros, além dos pedidos de adiamento e interrupção da assembleia, foram protocoladas duas reclamações de acionistas, que originaram os processos abaixo mencionados:

a) 19957.006016/2025-11 - O processo foi aberto em razão do recebimento de denúncia envolvendo alegados indícios de prejuízo aos acionistas minoritários da BRF (BRFS3) em razão de uma relação de troca supostamente desequilibrada na operação de incorporação pela Marfrig (MRFG3), com possível falha na atuação do Comitê Independente;

b) 19957.006970/2025-12 - O processo foi aberto em razão do recebimento de consulta sobre a possibilidade de que a Marfrig exerça o direito ao exercício de voto para aprovar a operação, o que aparentaria, no entendimento da consulente, atuação contrária ao disposto no artigo 115 da Lei nº 6.404/76 em relação a conflito de interesses, inclusive à luz do Parecer CVM nº 35/2008.

126. Por último, a operação em tela é objeto de análise nos termos do Plano de Supervisão Baseada em Risco (SBR 25/26) da CVM através do processo 19957.005519/2025-70, iniciado em 19.05.25.

III - CONCLUSÃO

127. Os pedidos de adiamento e interrupção da AGE da BRF convocada para o próximo dia 18.06.25, baseiam-se nos seguintes principais pontos: (i) Alegadas irregularidades na constituição dos Comitês Especiais - ausência de independência dos membros dos Comitês (Parecer de Orientação CVM 35/08); (ii) Alegado descumprimento das regras de conflito de interesses - atuação indevida de administradores em situação de conflito de interesses; (iii) Alegada estruturação abusiva em relação à decisão de pagamento de dividendos - condicionamento do recebimento de dividendos ao não exercício do direito de retirada; (iv) Questionamento quanto ao critério do período de cotações utilizado como parâmetro em laudo de avaliação da BRF; (v) Questionamento quanto ao momento do anúncio da operação; (vi) Questionamento quanto a não divulgação de documentos elaborados pelo JP Morgan, incluindo um Fairness Opinion; (vii) Alegada falta de clareza na adoção da relação de substituição - relação de substituição desfavorável aos acionistas da BRF.

128. As questões "i" a "v" foram objeto de análise nos §§ 13 a 74, com a conclusão de que, em princípio, não foram identificados elementos que justificariam, pelas razões expostas, o deferimento do pedido de adiamento ou interrupção da assembleia de acionistas da BRF, convocada para o dia 18.06.25.

129. Os itens "vi" e "vii" têm uma relação lógica, na medida em que tratam da alegada falta de clareza nos critérios que constituíram a justificativa quanto à comutatividade da relação de troca proposta.

130. É certo que não caberia exigir a divulgação de documento que, segundo informado pela Companhia, não foi elaborado (caso da *fairness opinion* que não foi emitida pelo JP Morgan). Entende-se que não seria exigível a divulgação ao público dos números objeto de discussão no curso das tratativas dos comitês que não vieram a se confirmar como base efetiva da relação de troca ao final proposta.

131. Não obstante, as informações e documentos relevantes que, ao final, foram levadas em conta pelo Comitê Especial Independente e pelo Conselho de Administração da Companhia, do qual o acionista controlador é Presidente, em atenção ao disposto no art. 22 e Anexo I da Resolução CVM nº 81/22, deveriam ter sido disponibilizadas para que os demais acionistas pudessem tomar uma decisão informada.

132. Tratando-se de operação entre sociedade controladora e controlada, além da descrição do processo de negociação, deve ser apresentada a justificativa com as razões pelas quais a relação de troca proposta é considerada equitativa. Naturalmente, com vista a atender a esse objetivo, não bastaria informar que as condições foram negociadas por comitês independentes. É imprescindível que os acionistas sejam informados dos dados relevantes que nortearam o entendimento dos comitês quanto à comutatividade das condições propostas.

133. Não se pode deixar de considerar que, no caso concreto, a relação de troca difere, de maneira relevante, da relação histórica das cotações de ações bastante líquidas de emissão das companhias envolvidas na operação (vide §§ 105 a 110). O parâmetro da relação de troca do laudo previsto no art. 264 da Lei nº 6.404/76 também resulta em um relação bastante diferente, com as ressalvas mencionadas neste

Parecer (vide §§ 102 a 104).

134. Nos documentos divulgados pela Companhia, foi descrito um intenso processo de estudo e negociação por parte do Comitê Especial Independente de BRF, que teria levado em conta, conforme manifestação da Companhia, premissas, estimativas, projeções, indicadores macroeconômicos, e outras variáveis econômico-financeiras. Das atas dos comitês identificam-se menções a uma série de informações e parâmetros, sem que, no entanto, essas informações sejam explicitamente divulgadas, tais como projeções, sinergias, racional de projeções, relação de troca proposta incialmente e contraproposta, análises das cotações, dados financeiros das Companhias, referências de transações comparáveis, cenários de projeções para EBITDA e múltiplos.

135. Não se identificam, nos documentos divulgados pela Companhia, informações sobre os números e projeções das Companhias que tenham sido levadas ao conhecimento do controlador, seja considerado o controlador direto, Marfrig, por meio de seu comitê, seja considerado o controlador indireto, Presidente do CA da BRF. Também não se identificam números e projeções que nortearam o entendimento dos comitês quanto à comutatividade das condições propostas.

136. Não se trata de questionar a relação de substituição proposta, mas a divulgação das informações previstas na Resolução CVM nº 81/22, para que os acionistas possam tomar uma decisão informada. Entende-se não ser suficiente, no caso concreto, informar que o critério resultou de um processo de negociação entre Comitês Independentes.

137. Ressalte-se, como mencionado no § 67, que tratando-se de operação entre sociedade controladora e controlada, os critérios e procedimentos adotados para reconhecimento contábil da operação deverão ser acompanhados pela SEP.

138. Por todo o exposto, sugerimos o envio do processo em referência à Superintendência Geral, para posterior envio ao Colegiado para deliberação, nos termos da Resolução CVM nº 81/22, com a recomendação da SEP de deferimento do pedido de adiamento da assembleia da BRF convocada para o dia 18.06.25, nos termos do item I do § 5º do artigo 124 da Lei 6.404/76, por até 30 dias, até a apresentação de informações suficientes aos acionistas da BRF para a compreensão dos critérios e informações que levaram o comitê e o conselho de administração da BRF a entender adequado o preço base de cada companhia, utilizado para cálculo da relação de troca proposta.

Atenciosamente,

VINICIUS ALMEIDA JANELA
Inspetor Federal do Mercado de Capitais

JORGE LUÍS DA ROCHA ANDRADE
Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com Empresas

Ciente, à EXE.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral

---

[1] Conforme orientação constante do Ofício Circular Anual da SEP, "O referido Parecer de Orientação descreve determinados procedimentos a serem observados durante a negociação de tais operações. O procedimento alternativo a que a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito, é a constituição de um comitê especial independente para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração da companhia. Ainda que qualquer alternativa de composição do comitê especial seja aceitável para caracterizar a observância do Parecer de Orientação CVM nº 35/08, no entendimento da SEP, a presença de membros eleitos por acionistas não controladores no comitê especial independente é recomendável".
[2] item 7.3 do Ofício Circular Anual da SEP.
[3] A Fairness Opinion apresenta, em essência, um resumo dos trabalhos realizados e documentos verificados, a limitação de escopo dos trabalhos e da opinião emitida e, ao final, a manifestação do entendimento de que "a Relação de Substituição, do ponto de vista financeiro, é adequada para os titulares de Ações Ordinárias da BRF (que não a Marfrig e suas afiliadas)" (fls. 229-232 do Manual para participação).
[4] EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. São Paulo, Ed. Quartier Latin, 2009, página 91, "Das finalidades da avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/76 .... portanto, a regra prevista no artigo 264 da Lei das S.A. possui dupla finalidade, qual seja: a) possibilitar a comparação com

os parâmetros que servem de base para a fixação das relações de troca na incorporação, a fim de evidenciar a equidade de tais relações de troca; b) servir como critério alternativo para o cálculo do valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes, na hipótese de a relação de substituição estabelecida no protocolo da incorporação ser menos vantajosa que aquela que decorreria da avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado".

[5] 1ª Reunião do Comitê Especial Independente da BRF se deu em 28.04.25. A 3ª Reunião Conjunta dos Comitês Independentes se deu em 08.05.25.

Documento assinado eletronicamente por **Vinicius Almeida Janela**, **Inspetor Federal do Mercado de Capitais**, em 13/06/2025, às 19:56, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Jorge Luís da Rocha Andrade**, **Gerente**, em 13/06/2025, às 20:00, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira**, **Superintendente**, em 13/06/2025, às 20:03, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Maria Lucia Macieira de Mello**, **Superintendente Geral Substituto**, em 16/06/2025, às 10:18, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.